



Allianz  
Investitori Sgr

FONDI INVESTITORI SGR

**Relazione Semestrale  
al 30 giugno 2023**

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

Appartenenti al "Sistema Investitori"

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

## PREFAZIONE

Il presente fascicolo, che riguarda le Relazioni Semestrali al 30/06/2023 del Fondi comuni di investimento mobiliari aperti di diritto italiano rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, appartenenti al "Sistema Investitori", gestiti da INVESTITORI SGR S.p.A., è redatto in conformità alle istruzioni dell'Organo di Vigilanza e si sviluppa come segue:

### **Parte prima:**

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

### **Parte seconda:**

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

<b>INDICE</b> .....	<b>Pagina</b>
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.....	11
INVESTITORI EUROPA.....	12
INVESTITORI AMERICA.....	19
INVESTITORI FAR-EAST.....	26
INVESTITORI FLESSIBILE.....	33
INVESTITORI PIAZZA AFFARI.....	41

**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
Piero BOTTO	Amministratore
Luigi Pierfranco CAMPIGLIO	Amministratore - indipendente
Bettina CORVES WUNDERER	Amministratore
Marcello MESSORI	Amministratore - indipendente
Franco NICCOLI DABBENE	Amministratore
Emanuela Emilia RINALDI	Amministratore, indipendente

**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 2023 le economie dei paesi del G20 hanno continuato a confrontarsi con significative tensioni inflazionistiche, esasperate dalle conseguenze del conflitto russo-ucraino, che hanno comportato un atteggiamento molto restrittivo da parte di numerose banche centrali nonostante gli effetti negativi ancora ben visibili sull'attività economica nel contesto di post pandemia di Covid-19. Il significativo incremento del costo dell'indebitamento ed il rialzo dei tassi di interesse nel mondo obbligazionario hanno indotto volatilità nel settore finanziario, come testimoniato dai problemi che hanno coinvolto alcune istituzioni bancarie negli Stati Uniti e in Svizzera, e si dovrebbero tradurre in un generale rallentamento dell'attività economica mondiale. La necessità di mantenere i tassi ufficiali a livelli elevati, potenzialmente anche superiori a quelli attuali, nell'attesa del completamento di un significativo processo di disinflazione comporta un alto livello di incertezza circa le prospettive macroeconomiche nella seconda parte dell'anno.

Nonostante il contesto particolarmente sfidante nei primi sei mesi del 2023 le economie mondiali hanno complessivamente evidenziato una certa resilienza, con un livello di attività economica addirittura superiore a quello fatto registrare nello stesso periodo dell'anno precedente. In particolare, nel primo trimestre del 2023 il PIL dei paesi del G20 ha mostrato un incremento del 2,6% a/a<sup>(\*)</sup> rispetto al 2,2% a/a dell'anno precedente, mentre per il secondo il *consensus* si attende un incremento del 2,9% a/a che si confronta con la crescita dell'1,8% a/a fatto registrare nel corrispondente periodo del 2022. Per la seconda metà dell'anno ci si attende invece un progressivo calo, con variazioni di +1,8% e di +1,7% a/a rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre. A livello geografico il semestre si è contraddistinto per un andamento molto differenziato in relazione alle conseguenze dei provvedimenti assunti a suo tempo dai governi per contrastare la pandemia, alle diverse politiche monetarie e agli impatti degli eventi geopolitici. In particolare, tra le economie emergenti si è assistito ad un netto rimbalzo dell'economia cinese, legato al venire meno dalle restrizioni legate al contenimento del Covid, mentre tra i paesi sviluppati si è evidenziata una netta frenata dell'economia europea, penalizzata dagli effetti indiretti del conflitto russo-ucraino e dalle politiche monetarie molto restrittive. Ancora sostenuta ma in moderazione anche la crescita statunitense, mentre il livello di attività economica in Giappone è risultato piuttosto stabile.

In un contesto di attività economica ancora sostenuta ancorchè in rallentamento e di un mercato del lavoro con significative pressioni al rialzo dei salari, soprattutto negli Usa e in Gran Bretagna, l'inflazione a livello globale ha mostrato una certa vischiosità, con valori in progressiva riduzione ma pur sempre molto più elevati rispetto ai target espressi dalle banche centrali. Nel secondo trimestre l'indice *Cpi headline* dei paesi del G20 dovrebbe infatti attestarsi a +6,3% a/a, in discesa rispetto al +8,1% a/a fatto registrare nel terzo trimestre del 2022. Una parte importante del calo dell'inflazione è connessa alla moderazione dei prezzi delle materie prime; l'indice *Refinitiv / Core Commodity Crb Index* in dollari è infatti sceso del 5,7% in dollari e del 7,4% in euro, proseguendo un percorso di discesa iniziato a metà dello scorso anno.

Vista la persistenza degli incrementi dei prezzi al consumo a livelli ancora preoccupanti le maggiori banche centrali mondiali hanno reagito implementando politiche monetarie estremamente restrittive, facendo inoltre presagire nuovi possibili rialzi dei tassi e contrazioni degli aggregati monetari anche nella seconda metà dell'anno.

- **Stati Uniti** – Il Pil reale statunitense ha fatto registrare nel primo trimestre una variazione di +1,8% a/a, che si confronta con il +3,7% a/a fatto registrare nel periodo corrispondente dell'anno precedente; per il secondo trimestre è prevista una crescita stimata del +2,0% a/a rispetto al +1,8% a/a del corrispondente periodo del 2022, cui dovrebbero seguire incrementi del +1,1% e del +0,4% nei due trimestri successivi. La variazione del Pil attesa per il 2023 dovrebbe quindi attestarsi a +1,3% a/a, in frenata rispetto al +2,1% dell'anno precedente. La decelerazione dell'attività economica appare confermata dall'andamento dell'indice ISM Manufacturing PMI di giugno, con il dato a 46 (da 48,4 di fine 2022). I servizi si sono dimostrati più resilienti, con l'indice ISM Services PMI a 53,9 (da 49,2 a dicembre dello scorso anno). Per quanto riguarda il mercato del lavoro il tasso di disoccupazione ha raggiunto il +3,57% a fine giugno rispetto al +3,60% di inizio anno. La creazione di nuovi

posti di lavoro in settori non agricoli (US Employees on Nonfarm Payrolls Total MoM Net Change SA) ha mostrato un andamento ancora robusto ma calante: da un picco di oltre 470.000 unità a fine gennaio è scesa progressivamente attestandosi a 209.000 unità a fine semestre. L'andamento dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board non ha subito significative variazioni, attestandosi a 109,70 a giugno rispetto a 109,00 di fine 2022. Come conseguenza della forza dell'inflazione, la politica monetaria della Federal Reserve è rimasta restrittiva, nonostante una pausa nei mesi di aprile e giugno, con un incremento dei tassi ufficiali per complessivi 75 bps nelle sedute di febbraio, marzo e maggio; le dichiarazioni recenti da parte di membri del board lasciano presagire nuovi aggiustamenti al rialzo da realizzarsi nel corso del 2023.

- **Europa** – Nel primo trimestre il Pil reale dell'Eurozona è risultato pari al +1% a/a, in netto peggioramento rispetto al +5,5% a/a fatto registrare nei primi tre mesi del 2022; nel secondo trimestre il *consensus* stima un dato in ulteriore rallentamento (+0,5% a/a) anche a causa all'effetto base (+4,3% a/a nel secondo trimestre del 2022). Per il terzo trimestre ci si attende un dato leggermente minore con crescita pari a +0,4% a/a, mentre nel quarto trimestre è previsto un leggero rialzo (+0,7% a/a) che dovrebbe condurre ad un incremento su base annua del +0,6% rispetto al +3,4% a/a del 2022. Il semestre ha evidenziato leggeri progressi dal lato occupazionale: il dato più recente del tasso di disoccupazione si è infatti attestato a +6,6%, in calo rispetto al +6,7% di fine 2022. Tuttavia, l'indice Pmi di attività manifatturiera dell'area è sceso nel corso del semestre, attestandosi a 43,4 nel mese di giugno rispetto a 47,8 di inizio anno, andamento indicativo di una progressiva decelerazione dell'attività produttiva. La BCE ha attuato una politica monetaria restrittiva con due rialzi da 0,50 bps e altri due da 0,25 bps. In graduale peggioramento la performance economica della Gran Bretagna: dopo un dato relativo al primo trimestre pari al +0,2% a/a si stima una crescita reale pari a +0,2% a/a anche per il secondo trimestre. Per l'intero 2023 l'incremento del Pil reale britannico dovrebbe attestarsi a +0,2% a/a, variazione che si rapporta al +4,3% a/a fatto registrare nel 2022. Per combattere l'inflazione persistente (indice Cpi a +10,20% a marzo) la Bank of England ha modificato la propria politica monetaria in senso restrittivo, innalzando al 5% il tasso ufficiale con due rialzi da 0,5% e altrettanti da 0,25%; Ulteriori manovre di politica monetaria sono attese entro la fine dell'anno.
- **Giappone** – Nel primo trimestre il Pil reale dell'economia giapponese è salito del +1,9% a/a, con un miglioramento rispetto al +0,5% a/a fatto registrare nel primo trimestre del 2022. In base alle attese di *consensus* il secondo trimestre dovrebbe aver fatto registrare una crescita del +0,7% a/a che si paragona al +1,8% a/a nello stesso periodo dell'anno scorso. Nella rimanente parte del 2023 la crescita dovrebbe attestarsi a livelli di poco superiori al +1% per entrambi i trimestri, portando la variazione per l'anno a +1,3% a/a rispetto al +1,1% a/a fatto registrare nell'anno precedente. L'indice di fiducia dei consumatori ha evidenziato un progressivo aumento, passando dal 31,0 di dicembre 2022 al 36,2 di giugno, mentre l'indice Pmi (Jibun Bank Japan Manufacturing PMI SA), rappresentativo dell'attività manifatturiera, si è attestato a 49,8 a giugno rispetto a 48,9 di inizio anno. Nonostante la ripresa dell'inflazione, sia pure a livelli assai 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.

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

## L'andamento dei mercati finanziari

### 1) Mercati valutari

EUR/USD: L'andamento del rapporto di cambio EUR/USD da inizio anno è stato tendenzialmente rialzista, con l'euro che si è apprezzato marginalmente rispetto alle chiusure di fine 2022; tale andamento è imputabile, in larga misura, ad una riduzione del differenziale di tasso tra Eurozona e Usa. Il cambio si è mosso all'interno di un range piuttosto ampio, all'interno del quale ha fatto segnare il minimo di 1,0485 il 6-1-23 e, a fine di aprile, il massimo di questa prima parte del 2023 a 1,1095. Nei successivi due mesi il cambio ha corretto fino a 1,0650 prima di rimbalzare in area 1,0900/1,0950, livello di queste ultime sedute.

GBP/USD: Il Cable da inizio anno ha consolidato l'apprezzamento degli ultimi mesi del 2022. Tra minimi e massimi del primo semestre, la sterlina ha guadagnato oltre il 7% contro dollaro grazie a un rialzo di dieci figure: il Cable è passato da un minimo di 1,1800 toccato l'8 marzo ad un massimo di 1,2848 il 16 giugno. L'elevato tasso di inflazione in UK ha spinto la sterlina al rialzo, poiché sono cresciute le aspettative hawkish del mercato riguardo la politica monetaria di BoE che potrebbe alzare i tassi di ulteriori 150bps entro la fine del 2023.

USD/JPY: Lo yen è la peggior valuta del G10 da inizio anno. La reiterata volontà di BoJ di mantenere la politica monetaria ultra-accomodante ha deprezzato lo yen di quasi il 9% da inizio anno. Il USD/JPY è passato dalla chiusura di fine anno di 131,12 ad un massimo di 143,87 il 23 giugno. L'ampio differenziale dei tassi continuerà a mantenere il cambio impostato al rialzo fintanto che la BoJ non prenderà in considerazione modifiche all'attuale Yield Control Curve.

CAD, AUD e NOK: Le cosiddette valute "commodity related" hanno avuto andamenti differenti. Mentre CAD e AUD sono rimaste pressoché stabili contro USD rafforzandosi rispettivamente del 3 e del 1% circa rispetto alle chiusure di fine anno, la corona norvegese è crollata di oltre il 9% da inizio anno passando da 9,8040 di fine 2022 a 10,8100 del 26-6. La corona rimane debole perché la Norvegia continua a investire l'avanzo delle partite correnti acquistando valuta estera. Una inversione del trend si avrà solamente quando questo processo di gestione delle riserve valutarie rallenterà o cesserà.

CNH: Lo yuan cinese nel primo semestre ha perso circa il 4,5% contro dollaro rispetto alla chiusura di fine anno. Una discesa dovuta principalmente ad una ripresa economica al di sotto delle attese dopo la fine della politica zero-Covid. Il cambio è passato da 6,7140 di inizio anno a 7,2400 di giugno. La PBoC, per ovviare a questa situazione, ha reagito tagliando i tassi di finanziamento a medio e lungo termine, e tollerando anche una svalutazione del CNH per aiutare le esportazioni. Sono probabili nella seconda parte dell'anno nuovi tagli dei tassi e misure per sostenere l'economia.

TRY: La lira turca, dopo un inizio d'anno tranquillo, da marzo ha sofferto la politica economica non ortodossa imposta alle autorità monetarie dal presidente Erdogan. Questo ha portato la Turchia a tagliare i tassi in presenza di una elevata inflazione, che solo grazie al rientro dei prezzi dell'energia è tornata in area 40%. Nonostante il recente rialzo dei tassi al 15 dall'8,5%, il cambio continua a soffrire pesantemente questa situazione, passando dalla chiusura di 18,71 di fine anno all'attuale massimo storico di 26,00 (26,0480 top level).

MXN: Il peso messicano si avvia a chiudere un ottimo semestre, in cui è risultato uno dei migliori performer degli EM. L'MXN è passato infatti da 19,00 di inizio anno a 17,12 del 26 giugno, livello di maggio 2016. Un'attenta gestione dei tassi da parte di Banxico e un'economia legata a doppio filo a quella Usa hanno permesso al peso questa ottima performance. Con i tassi ancora elevati, al momento siamo all'11,25%, l'MXN resta appetibile per i carry trade.

	EUR/USD	EUR/GBP	EUR/JPY	USD/JPY
Var.% YTD	1.91%	-2.94%	12.13%	10.06%

### 2) Tassi di interesse e mercati obbligazionari

Banche centrali: La prima metà del 2023 è stata caratterizzata dalla continuazione del ciclo di tightening monetario avviato nel 2022 dalle principali banche centrali, in virtù di un'inflazione più persistente del previsto in tutti i principali paesi sviluppati. La Federal Reserve ha deciso 3 ulteriori rialzi da 25bps dei Fed funds, mentre la Bce ha rivisto quattro volte al rialzo i propri tassi di riferimento, per un totale di 150bps aggiuntivi di tightening. Per entrambe le banche centrali il passo dei rialzi si è ridotto rispetto a quanto deciso nell'ultima parte del 2022,



ad indicare che gran parte del ciclo di inasprimento monetario, ritenuto necessario per contenere l'inflazione, è stato ormai già realizzato. Ad ulteriore conferma, l'approccio di politica monetaria per entrambe le banche centrali è divenuto più flessibile, in funzione dei dati macroeconomici (data-dependant). Attualmente, gli end rate impliciti nelle curve monetarie sono, rispettivamente, il target range di 5.25-5.50% per gli Usa e il 4% per l'Eurozona. Sia Fed che Bce stanno proseguendo nella restrizione monetaria (Quantitative Tightening), nella forma di un mancato reinvestimento dei titoli in scadenza. Discorsi analoghi valgono per le altre banche centrali dei paesi sviluppati, tutte impegnate in politiche restrittive, con l'eccezione di Bank of Japan che prosegue con ostinazione la politica di stimolo monetario straordinario e di stretto controllo dei rendimenti di mercato dei titoli governativi (Yield Curve Control).

Trend del mercato obbligazionario: I rendimenti dei mercati obbligazionari hanno avuto un trend fortemente ascendente fino all'inizio del quarto trimestre dello scorso anno. Successivamente, i dati di inflazione hanno cominciato a confermare l'inversione di tendenza nella crescita dei prezzi al consumo, spingendo gli investitori a riposizionarsi sul mercato del reddito fisso. Pertanto, dalla fine del 2022 i principali mercati sono entrati in un trend laterale, piuttosto ampio ma privo della direzionalità tipica dell'anno precedente. Segnaliamo che i mercati core dell'Eurozona hanno fatto segnare i massimi relativi di rendimento solo nel marzo di quest'anno, mentre i Treasury Usa ed i Gilt li hanno toccati nell'ottobre 2022.

Inclinazione delle curve di rendimento: la persistenza di politiche monetarie restrittive, unitamente ad aspettative di un futuro rallentamento economico causato dal lungo ciclo di rialzo dei tassi, ha indotto gli investitori a preferire obbligazioni con scadenze medio-lunghe. Le curve dei rendimenti per scadenza, già inclinate negativamente dalla seconda metà del 2022, sin dall'inizio del 2023 hanno accentuato il processo di inversione. In Eurozona, sono stati raggiunti minimi storici dall'avvento dell'euro; negli Usa le curve hanno l'inclinazione negativa più accentuata degli ultimi quarant'anni. Le crisi bancarie che, a metà marzo, hanno coinvolto diverse banche regionali negli Stati Uniti e Credit Suisse in Europa hanno solo temporaneamente interrotto il trend di inversione delle curve.

	BLOOMBERG US AGGREGATE	BLOOMBERG EURO AGGREGATE	BLOOMBERG GLOBAL AGGREGATE	BLOOMBERG EM USD AGGREGATE
Var.% YTD	2.09%	2.25%	1.43%	3.30%

### 3) Mercati azionari

Dopo i minimi toccati a settembre del 2022, i mercati azionari hanno iniziato una graduale ripresa per il resto dell'anno che si è poi consolidata nella prima parte del 2023. Gli investitori hanno ripreso fiducia quando è svanito il timore di un razionamento dell'offerta di gas a causa della guerra tra Russia e Ucraina ipotizzato nell'autunno. Le temperature più calde del previsto e la diversificazione delle fonti di approvvigionamento, grazie anche agli investimenti nei rigassificatori per sfruttare il LNG, sono stati i fattori principali che hanno determinato l'inversione del trend. La discesa dei prezzi del gas e delle materie prime hanno scongiurato il rischio di una pesante recessione che nell'estate del 2022 era data per scontata dagli analisti. In realtà, l'area-euro è entrata in recessione tecnica con un Pil che sia nel 4Q-22 che nel 1Q-23 ha segnato una contrazione minima dello 0.1% t/t in entrambi i quarter; il dato è stato comunque meno negativo rispetto alle previsioni. Il miglioramento delle prospettive economiche ha permesso agli analisti di rivedere al rialzo le stime sugli utili, inducendo gli investitori ad aumentare la propensione al rischio.

La discesa dell'inflazione è stato un altro elemento che ha giovato alle borse nel primo semestre. Il ciclo di rialzi iniziato dalle banche centrali su scala mondiale, per contrastare la crescita dei prezzi, è stato uno dei principali motivi a cui ricondurre il crollo del 2022. Con la prospettiva di un'inflazione che ritorna sotto controllo, i rendimenti sulla parte a lunga della curva americana hanno iniziato a scendere dal picco, mettendo le ali soprattutto al settore tecnologico che è composto in gran parte da società la cui valutazione è molto legata all'andamento dei tassi di interesse, in quanto si tratta di aziende in una fase embrionale del loro sviluppo e con utili spostati nel futuro. Per questo motivo l'indice che ha fatto segnare la performance migliore nel primo semestre è stato il Nasdaq.

Marzo è stato un mese difficile per i mercati: il rally ha subito un brusco stop perché sono emersi i problemi legati ad un gruppo di banche americane di piccola e media dimensione il cui portafoglio titoli aveva subito delle grosse perdite a causa del brusco rialzo dei rendimenti. Nonostante tali minusvalenze fossero essenzialmente latenti e non realizzate, la crisi è scoppiata quando un gruppo di investitori ha deciso di spostare i propri depositi verso banche più solide, costringendo la banca californiana SVB a dichiarare bancarotta, seguita a stretto giro da First

Republic e Signature Bank. In precedenza, era fallita anche Silvergate il cui impatto era stato comunque limitato al mondo delle criptovalute. Il pronto intervento della Fed con massicce iniezioni di liquidità, nonché prestiti di emergenza concessi da FHLB hanno scongiurato il rischio sistemico e impedito che la crisi potesse diffondersi. I dubbi sulla stabilità del sistema bancario americano hanno riportato a galla i problemi di Credit Suisse, da tempo in una situazione precaria, causando una grave perdita di fiducia da parte di investitori e clienti. L'offerta di garanzie alla liquidità, da parte della banca centrale svizzera, non è stata sufficiente a tranquillizzare i mercati, obbligando il governo elvetico ad intervenire con un controverso salvataggio, a seguito del quale sono state azzerate le obbligazioni subordinate AT1 e ceduta la banca in un "matrimonio di interesse" con Ubs. Entro la fine di marzo era apparso abbastanza chiaro che l'impatto delle crisi bancarie sulle economie sarebbe stato limitato: il rally ha potuto riprendere, recuperando in breve tempo il terreno perduto, anche perché i mercati hanno iniziato a scontare un atteggiamento delle banche centrali meno aggressivo.

Dopo questo scampato pericolo, nei mesi successivi i numeri dell'economia hanno continuato a migliorare. Nonostante la Fed e la Bce abbiano proseguito con gradualità nella politica di rialzo dei tassi, riducendone l'entità a 25bps, il mercato del lavoro non ne ha risentito, con un tasso di disoccupazione che, abbastanza a sorpresa, continua a mantenersi vicino ai minimi storici. I risparmi creati durante la pandemia hanno consentito ai consumatori di accumulare una consistente riserva, cui attingere per sostenere la spesa e quindi la crescita del Pil. Il mercato immobiliare non sembra ancora risentire in modo pesante dell'aumento del costo dei mutui. In Europa un contributo notevole all'economia è arrivato dal piano Next Generation EU approvato dalla Commissione Europea per aiutare la ripresa dopo la pandemia. I benefici sono evidenti soprattutto in Italia, principale destinatario dei fondi, la cui crescita nel 2023 dovrebbe superare quella di Francia e Germania, secondo le stime. Per questi motivi l'indice S&P500 ha raggiunto a giugno lo Stoxx600 e il Nasdaq in territorio di "bull market", identificato in un rally del 20% rispetto ai minimi.

	S&P 500	NASDAQ COMPOSITE	STOXX EUROPE 600	NIKKEI 225	MSCI EM USD	MSCI WORLD
Var.% YTD	15.91%	31.73%	8.72%	27.19%	3.46%	13.99%

Nel periodo successivo alla chiusura del primo semestre 2023 la politica di gestione dei fondi non ha registrato variazioni significative.

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



Milano, 27 luglio 2023



Allianz  
Investitori Sgr

## **PARTE SECONDA**

### **RELAZIONI SEMESTRALI AL 30 GIUGNO 2023**

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



Allianz  
Investitori Sgr

## FONDO EUROPA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2023

## FONDO INVESTITORI Europa

### Nota Illustrativa

#### L'andamento del mercato

Performance degli indici azionari alquanto positive, soprattutto nell'Eurozona, nel primo semestre 2023: Msci Euro Index a + 14,99%; il rialzo assai più contenuto conseguito degli altri principali mercati della regione europea si riflette in un andamento single digit, pari al 9,64%, dell'indice Msci Pan Euro Index (dato in valuta euro). Sul fronte macroeconomico, nei primi mesi dell'anno gli analisti, praticamente all'unanimità, hanno rivisto verso l'alto le previsioni di crescita nell'Eurozona: il consensus stima un tasso di espansione del Pil nel corrente anno pari allo 0,6% a/a (+1,0% a/a il dato stimato per il 2024). L'economia dell'area si è dimostrata più resiliente delle attese non solo nell'ultimo scorcio dell'anno precedente ma anche all'inizio di quest'anno, come attestato sia dai soft che hard data. L'attenuarsi dell'incertezza sulle forniture energetiche e il rientro dei relativi prezzi, unitamente ad un mercato del lavoro che rimane robusto e con salari in risalita, dovrebbe favorire un recupero della domanda interna, dopo la stagnazione dei mesi invernali, a partire dalla primavera; la ripresa, in ogni caso, resterebbe al di sotto del potenziale appesantita dagli effetti della restrizione monetaria. Uno scenario recessivo sembra comunque scongiurato. Sulla questione energia i governi nazionali hanno dimostrato una certa capacità nella diversificazione delle fonti di approvvigionamento di gas naturale e gli agenti economici sono riusciti ad efficientare i consumi a costi relativamente limitati. Ciò ha consentito di raggiungere tassi di riempimento delle scorte di gas notevolmente superiori alle medie stagionali; tale evoluzione rappresenta poi un elemento di supporto anche per il prossimo autunno. Nell'industria, il recupero in atto, dopo la frenata di fine 2022, è da attribuirsi, in vero, più ad una normalizzazione dal lato dell'offerta, ovvero per il venir meno di molte criticità a livello di supply chain, che non a causa di una riaccelerazione della domanda: le imprese infatti riscontrano ancora debolezza negli ordinativi, soprattutto domestici ma anche esteri; una ripresa più sostenuta del settore manifatturiero non si avrà prima del prossimo anno. Presumibilmente la debolezza della domanda domestica dovrebbe rimanere tale ancora per qualche trimestre. Riteniamo che i consumi privati resteranno stagnanti nel primo semestre a causa del persistere, nonostante il calo dei prezzi dell'energia, di elevate pressioni inflazionistiche. Alla luce della solidità sul versante occupazionale, attestato anche da un tasso di posizioni vacanti eccezionalmente alto, ci si attende un recupero della spesa delle famiglie nella seconda parte dell'anno. La dinamica salariale risulta ancora in accelerazione e le stime sono coerenti con una crescita positiva dei redditi reali da lavoro a partire dall'estate, favorendo quindi il sopraccitato trend. Dato il contesto ciclico e condizioni finanziarie meno accomodanti, gli investimenti aziendali stanno rallentando; la spesa in conto capitale tuttavia non si contrarrà un granché, malgrado il significativo calo della domanda di credito, in quanto sostenuta da margini di profitto ancora elevati. La frenata attesa nell'edilizia, tra i settori più sensibili al rialzo dei tassi, potrebbe rivelarsi di entità minore rispetto a quanto desumibile dai dati sul credito (al momento, in ogni caso, la restrizione monetaria si è fatta sentire soprattutto sulla domanda di mutui): le imprese del comparto, dopo un biennio di domanda particolarmente brillante, continuano infatti a disporre di lavoro assicurato superiore alla media. Dopo aver contribuito negativamente alla crescita nel 2022, le esportazioni nette dovrebbero tornare quest'anno a dare un apporto positivo. Le imprese esportatrici si troveranno a beneficiare della riapertura della Cina, oltre ad un tasso di cambio favorevole, consentendo loro di compensare il rallentamento della domanda dagli Stati Uniti. I più bassi prezzi dell'energia inoltre miglioreranno la competitività internazionale delle aziende europee. Come per la manifattura, tuttavia, un miglior andamento del canale estero deriva, in larga parte, da una dinamica dell'offerta in normalizzazione più che in funzione dei fondamentali di domanda. Un fattore assolutamente rilevante che ci aiuta a spiegare un andamento migliore del previsto dell'economia europea è rappresentato dagli interventi governativi: ci riferiamo alle misure fiscali varate, di cui una parte comunque significativa a valere sul 2023, per far fronte alla crisi energetica. Anche nell'ipotesi probabile di utilizzo solo parziale dei pacchetti, stante il trend dei prezzi dell'energia, la politica fiscale si manterrà leggermente espansiva, o al limite neutrale, quest'anno. L'inflazione headline seguirà un trend discendente nel corso del 2023 (effetto base sull'energia e probabile punto di svolta non lontano per i beni alimentari); quella core dovrebbe toccare il picco nel secondo trimestre. Per quanto concerne la politica monetaria, le tensioni finanziarie globali renderanno la Bce più incerta

e maggiormente divisa sulle prossime mosse. In termini di trend settoriali (indice Msci Europe), la performance migliore è stata realizzata dai tecnologici e, a seguire, dai consumi ciclici e industriali. Sostanzialmente in linea con il mercato nel suo complesso il rialzo delle utilities. In sottoperformance i finanziari, communication services, health care e consumi staples. Segno meno per i materials, energy e immobiliari.

### La politica di gestione

L'orientamento gestionale si è fatto maggiormente cauto nella seconda metà del periodo, senza però discostamenti rilevanti rispetto al benchmark di riferimento. Il peso equity è risultato, in media, pari al 83,11%, con un valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 71,74 e 86,85%. Nella determinazione dell'esposizione azionaria di portafoglio abbiamo fatto ricorso anche ad operazioni in strumenti finanziari derivati: vendita di contratti futures su indici a scopo di hedging. L'andamento dei tassi ha influenzato i trend settoriali e quindi, a seconda della composizione, la performance degli indici domestici dell'area. Manteniamo una view costruttiva su tale asset class. In termini di sector allocation, si evidenzia una sovra-ponderazione sui consumi discrezionali, nonché communication services e materiali di base; posizionamento non distante dalla neutralità per quanto concerne i finanziari, tecnologia, energy, consumi staples e utilities. Settori in sottopeso: immobiliari, health care e industriali.

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

	<b>Media</b>	<b>Minima</b>	<b>Massima</b>
<b>% Azioni</b>	<b>83,11</b>	<b>71,74</b>	<b>86,85</b>

### Operatività in strumenti derivati

Nel periodo di riferimento, si è attuata un'operatività anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati; ci riferiamo, in particolare, a contratti futures sull'indice Euro Stoxx 50.

### Andamento del patrimonio

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

<b>Inizio Periodo</b>	<b>Fine Periodo</b>	<b>Raccolta Netta</b>
<b>50.040</b>	<b>45.212</b>	<b>-9.919</b>

### Performance

La performance del fondo Investitori Europa nel 1° semestre 2023 è risultata pari a +10,47%. Il suddetto risultato si raffronta ad un andamento del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice Msci Europe Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del +9,64% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI EUROPA AL 30/6/2023 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>44.266.252</b>	<b>97,405%</b>	<b>47.598.193</b>	<b>95,037%</b>
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	44.266.252	97,405%	47.598.193	95,037%
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>123.500</b>	<b>0,272%</b>	<b>131.137</b>	<b>0,262%</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	123.500	0,272%	131.137	0,262%
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>377.918</b>	<b>0,832%</b>	<b>345.352</b>	<b>0,690%</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	377.918	0,832%	345.352	0,690%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>617.672</b>	<b>1,359%</b>	<b>1.957.697</b>	<b>3,909%</b>
F1. Liquidità disponibile	566.108	1,246%	1.869.953	3,734%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	114.120	0,251%	87.744	0,175%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-62.556	-0,138%		
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>59.619</b>	<b>0,132%</b>	<b>51.268</b>	<b>0,102%</b>
G1. Ratei attivi	15.693	0,035%	4.462	0,009%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	43.926	0,097%	46.806	0,093%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>45.444.961</b>	<b>100,000%</b>	<b>50.083.647</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>191.235</b>	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	191.235	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>41.739</b>	<b>43.445</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	41.276	43.444
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	463	1
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>232.974</b>	<b>43.445</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>45.211.987</b>	<b>50.040.202</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE CLC</b>	<b>45.211.987</b>	<b>50.040.202</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE CLC	4.999.758,570	6.112.952,057
Valore unitario delle quote CLASSE CLC	9,043	8,186

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe CLC	
Quote emesse	652.702,946
Quote rimborsate	1.765.896,433

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	1.411.075	3,105%
ASML HOLDING NV	EUR	2.060	1.365.780	3,005%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	1.410	1.216.830	2,678%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	7.200	1.063.085	2,339%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	3.480	975.134	2,146%
NOVARTIS AG-REG	CHF	9.500	875.980	1,928%
ASTRAZENECA PLC	GBP	6.220	817.301	1,798%
SHELL PLC	GBP	26.090	712.181	1,567%
HSBC HOLDINGS PLC	GBP	97.600	707.078	1,556%
SAP SE	EUR	5.030	629.454	1,385%
TOTALENERGIES SE	EUR	11.200	588.560	1,295%
SIEMENS AG-REG	EUR	3.830	584.228	1,286%
LOREAL	EUR	1.360	580.856	1,278%
SANOFI	EUR	5.700	559.740	1,232%
BP PLC	GBP	93.800	500.999	1,102%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	EUR	2.940	489.392	1,077%
DIAGEO PLC	GBP	12.350	486.286	1,070%
CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	CHF	3.020	469.221	1,033%
AIR LIQUIDE SA	EUR	2.520	413.784	0,911%
UNILEVER PLC	EUR	8.350	398.378	0,877%
AIRBUS SE	EUR	2.940	389.138	0,856%
RIO TINTO PLC	GBP	6.420	372.976	0,821%
HERMES INTERNATIONAL	EUR	180	358.200	0,788%
VINCI SA	EUR	3.280	348.926	0,768%
BNP PARIBAS	EUR	5.900	340.548	0,749%
MERCEDES-BENZ GROUP AG	EUR	4.580	337.409	0,742%
UBS GROUP AG-REG	CHF	17.800	329.994	0,726%
INFINEON TECHNOLOGIES AG	EUR	8.450	319.283	0,703%
UNICREDIT SPA	EUR	15.000	318.975	0,702%
BANCO SANTANDER SA	EUR	92.500	313.112	0,689%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	EUR	15.500	309.628	0,681%
ENEL SPA	EUR	50.000	308.400	0,679%
GSK PLC	GBP	18.800	304.253	0,669%
IBERDROLA SA	EUR	25.200	301.140	0,663%
ZURICH INSURANCE GROUP AG	CHF	690	300.375	0,661%
AXA SA	EUR	11.000	297.275	0,654%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	1.720	296.872	0,653%
FERRARI NV	EUR	960	287.520	0,633%
BASF SE	EUR	6.350	282.384	0,621%
ING GROEP NV	EUR	22.700	280.073	0,616%
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	9.100	276.558	0,609%
SHELL PLC	EUR	10.000	275.950	0,607%
PERNOD RICARD SA	EUR	1.360	275.264	0,606%
BAYER AG-REG	EUR	5.300	268.551	0,591%
INTESA SANPAOLO	EUR	110.000	264.000	0,581%
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GBP	3.820	263.169	0,579%
GLENCORE PLC	GBP	50.000	258.987	0,570%
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	EUR	2.250	253.170	0,557%

INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	EUR	7.100	251.766	0,554%
PROSUS NV	EUR	3.750	251.662	0,554%
KERING	EUR	490	247.744	0,545%
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	EUR	4.310	240.196	0,529%
ABB LTD-REG	CHF	6.600	237.885	0,523%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	EUR	33.400	234.869	0,517%
CAPGEMINI SE	EUR	1.350	234.292	0,516%
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	EUR	670	230.212	0,507%

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

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



## **FONDO AMERICA**

**RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2023**

## FONDO INVESTITORI America

### Nota Illustrativa

#### L'andamento del mercato

Il forte rimbalzo del mercato azionario Usa nel primo semestre dell'anno è imputabile, in larga parte, alle maggiori capitalizzazioni growth/tecnologia: indice S&P 500 in rialzo del 15,91% trainato dal Nasdaq Composite (+31,73%). Assai più modesta la performance, pari al 7,24%, del Russell 2000. Quadro macroeconomico: le stime di consensus ci indicano un'economia Usa in espansione nell'anno in corso nell'ordine dell'1,3% a/a e una variazione positiva del Pil pari allo 0,8% a/a nel 2024. In assenza delle implicazioni derivanti dalla turbolenza bancaria, sulla base dei dati pubblicati ad inizio anno, la crescita sarebbe stata rivista verso l'alto rispetto alle assunzioni precedentemente formulate. Il deterioramento di scenario avverrà in misura più intensa nella seconda metà dell'anno a causa di una maggiore restrizione del credito; l'entità dell'inasprimento degli standard creditizi è, al momento, difficilmente valutabile. L'avvio d'anno è stato piuttosto rassicurante sul fronte macro: una serie di sorprese positive hanno dipinto un quadro più solido del previsto per quanto concerne reddito e risparmio delle famiglie, nonché un mercato del lavoro assai resiliente; i consumi quindi hanno tenuto al di là delle aspettative. Sul versante delle imprese, se da un lato la debolezza del settore manifatturiero persiste, i servizi continuano a restare in espansione, con un'occupazione ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici in alcuni comparti quali ricreazione, ospitalità e istruzione. Con riferimento agli investimenti, quelli fissi non residenziali sono previsti in contrazione nella parte centrale dell'anno, soprattutto nell'edilizia commerciale, mantenendosi però in crescita nel 2023; nel residenziale, invece, gli investimenti vengono stimati in forte calo e una svolta non è attesa prima dell'ultimo scorcio d'anno. Come abbiamo detto, lo scenario si è offuscato, e l'incertezza è aumentata, in seguito alla crisi bancaria. I rischi di hard landing, anche se allo stato attuale risulta non semplice fare assunzioni in merito, sono sicuramente aumentati; tuttavia, le condizioni sottostanti dell'economia statunitense e gli interventi tempestivi delle autorità per tamponare la situazione ci inducono a ritenere che lo scenario di base possa coincidere con una crescita ancora positiva nella prima metà dell'anno a cui farà seguito una correzione nel secondo semestre, ovvero una fase recessiva di modesta magnitudo. Il livello di stress che i dati di bilancio della Fed ci hanno mostrato è stato tutto sommato contenuto e in larga parte rientrato nelle settimane successive. Fermo restando una situazione sotto controllo a livello di sistema bancario, si sta assistendo, e questo già da prima (si veda la Senior Loan Officer Survey di gennaio) ad una frenata nei prestiti. Una maggiore cautela da parte delle banche di medio/piccole dimensioni sta portando ad un impulso negativo addizionale in aggiunta al rialzo dei tassi attuato dalla banca centrale. Capitolo inflazione: l'indice core, anche nei prossimi mesi, rimarrà su livelli elevati e difficilmente si assisterà ad una marcata decelerazione; i prezzi dei beni core non contribuiranno più, come è avvenuto a partire dalla fine dello scorso anno, ad un calo delle pressioni inflattive; inoltre il rallentamento della componente dei servizi abitativi richiederà necessariamente ancora un po' di tempo, presumibilmente almeno un trimestre. Il focus quindi, in questa fase, riguarderà ancora il trend dei prezzi nei servizi core ex-abitazione, il cui peso risulta significativamente maggiore se si considera il deflatore anziché il Cpi. In questo inizio d'anno, i servizi ad alta intensità di lavoro, ci riferiamo a quelli ricreativi, ristorazione e altri, hanno fatto registrare prezzi in aumento accelerato e, in termini di dinamica salariale, non vi sono indicazioni che in tempi brevi si possa assistere ad una svolta. Nel 2023 si prevede un tasso di crescita dell'indice dei prezzi al consumo headline pari al 4,1% a/a; PCE Price Index a +3,8% e variazione nell'ordine del 4,3% a/a per l'indice Core PCE. Nel prossimo anno questi tre indicatori risulteranno in significativo rallentamento attestandosi però, stante le odierne stime, ben al di sopra del 2% a/a. Un elemento importante, con riferimento alla politica monetaria, che ci preme rimarcare è l'aspettativa di un'inversione del differenziale tra Cpi e deflatore, tradizionalmente positivo: nel 2023 si stima il primo indice mediamente superiore al secondo di circa 0,3-0,4 punti percentuale. In ogni caso, alla luce dei dati di recente rilasciati, appare evidente che la prevista attenuazione delle tensioni inflazionistiche avverrà ad un passo più graduale di quanto preventivato alcuni mesi fa. Sulla base di tali risultanze, a meno di una crisi sistemica, il sentiero dei tassi sembra delineato. In considerazione degli ultimi turbolenti accadimenti che hanno coinvolto il settore bancario, la Fed, nella definizione delle prossime mosse, dovrà necessariamente bilanciare i rischi inerenti l'inflazione e quelli riguardanti la stabilità finanziaria. A livello di andamenti settoriali (indice Msci Usa), in rialzo poderoso i titoli tecnologici e communication services; anche i consumi discrezionali hanno sovraperformato il

benchmark. Performance positive inoltre per gli industriali, materiali di base e real estate; flat i consumi staples. In ribasso gli altri settori, nel seguente ordine: finanziari, health care e, soprattutto, utilities ed energy.

### La politica di gestione

Nella gestione del fondo ci si è orientati in senso più cauto nella seconda parte del periodo, non allontanandoci però in misura significativa dal benchmark. Nell'attuazione di tale operatività siamo intervenuti anche attraverso l'impiego, seppur limitato, di strumenti finanziari derivati: vendita di contratti futures su indici a scopo di copertura. Il peso equity, nell'arco temporale di riferimento, ha raggiunto un valore minimo e massimo pari, rispettivamente, al 77,36 e 90,26%; valore medio: 83,52%. Un sostegno di una certa rilevanza al mercato è derivato da un livello di volatilità relativamente contenuto, oltre che da un andamento assai resiliente degli utili aziendali. Nell'allocazione a livello settoriale, il sovrappeso ha coinvolto i titoli health care, materiali di base e finanziari; posizionamento sostanzialmente in linea con il parametro di riferimento per quanto concerne i consumi staples e ciclici, energy e real estate. In sotto-ponderazione invece: utilities, communication services, industriali e information technology.

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

	<b>Media</b>	<b>Minima</b>	<b>Massima</b>
<b>% Azioni</b>	<b>83,52</b>	<b>77,36</b>	<b>90,26</b>

### Operatività in strumenti derivati

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

### Andamento del patrimonio

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

<b>Inizio Periodo</b>	<b>Fine Periodo</b>	<b>Raccolta Netta</b>
<b>83.479</b>	<b>103.231</b>	<b>9.344</b>

### Performance

La performance realizzata dal fondo Investitori America nel primo semestre 2023 è stata pari a +11,84%. Il risultato ottenuto si confronta con una variazione del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice Msci Usa Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del +12,34% (calcolo su base fiscale comparabile).

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI AMERICA AL 30/6/2023 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>96.935.903</b>	<b>93,537%</b>	<b>79.506.306</b>	<b>95,157%</b>
A1. Titoli di debito	7.151.982	6,901%	6.376.933	7,632%
A1.1 Titoli di Stato	7.151.982	6,901%	6.376.933	7,632%
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	89.783.921	86,636%	73.129.373	87,525%
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>6.541.195</b>	<b>6,311%</b>	<b>3.814.830</b>	<b>4,566%</b>
F1. Liquidità disponibile	6.678.069	6,444%	4.415.430	5,285%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	8.374.132	8,080%	6.682.578	7,998%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-8.511.006	-8,213%	-7.283.178	-8,717%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>157.289</b>	<b>0,152%</b>	<b>231.685</b>	<b>0,277%</b>
G1. Ratei attivi	108.692	0,105%	31.669	0,038%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	48.597	0,047%	200.016	0,239%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>103.634.387</b>	<b>100,000%</b>	<b>83.552.821</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>314.925</b>	<b>12.028</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	314.925	12.028
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>88.658</b>	<b>62.138</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	68.485	61.845
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	20.173	293
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>403.583</b>	<b>74.166</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>103.230.804</b>	<b>83.478.655</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE CLC</b>	<b>103.230.804</b>	<b>83.478.655</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE CLC	7.009.471,104	6.339.510,753
Valore unitario delle quote CLASSE CLC	14,727	13,168

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe CLC	
Quote emesse	1.482.257,548
Quote rimborsate	812.297,197

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	36.000	6.400.477	6,176%
MICROSOFT CORP	USD	16.530	5.159.602	4,979%
US TREASURY N/B 2.125% 17-31/03/2024	USD	3.000.000	2.683.282	2,589%
US TREASURY N/B 2.5% 22-30/04/2024	USD	3.000.000	2.683.282	2,589%
AMAZON.COM INC	USD	21.700	2.592.862	2,502%
NVIDIA CORP	USD	5.600	2.171.322	2,095%
US TREASURY N/B 0.875% 22-31/01/2024	USD	2.000.000	1.785.418	1,723%
ALPHABET INC-CL A	USD	15.200	1.667.681	1,609%
ALPHABET INC-CL C	USD	12.500	1.385.999	1,337%
META PLATFORMS INC-CLASS A	USD	4.500	1.183.694	1,142%
TESLA INC	USD	4.500	1.079.711	1,042%
JOHNSON & JOHNSON	USD	6.880	1.043.792	1,007%
UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	2.320	1.022.076	0,986%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	7.300	973.155	0,939%
EXXON MOBIL CORP	USD	9.700	953.552	0,920%
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	USD	2.930	915.793	0,884%
ELI LILLY & CO	USD	2.130	915.607	0,883%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	USD	6.130	852.581	0,823%
VISA INC-CLASS A SHARES	USD	3.720	809.739	0,781%
MICRON TECHNOLOGY INC	USD	13.000	751.998	0,726%
BROADCOM INC	USD	920	731.472	0,706%
EDWARDS LIFESCIENCES CORP	USD	8.200	708.988	0,684%
MASTERCARD INC - A	USD	1.950	702.965	0,678%
HOME DEPOT INC	USD	2.400	683.351	0,659%
ADOBE INC	USD	1.400	627.485	0,605%
PIONEER NATURAL RESOURCES CO	USD	3.300	626.667	0,605%
LOWES COS INC	USD	2.960	612.348	0,591%
WELLS FARGO & CO	USD	15.500	606.361	0,585%
LEONTEQ SEC GUR CRT 22/12/2023 BASKET	EUR	600	605.820	0,585%
MERCK & CO. INC.	USD	5.650	597.574	0,577%
COSTCO WHOLESALE CORP	USD	1.200	592.169	0,571%
CHEVRON CORP	USD	4.080	588.440	0,568%
CISCO SYSTEMS INC	USD	12.000	569.093	0,549%
ORACLE CORP	USD	5.200	567.615	0,548%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	1.110	530.836	0,512%
PEPSICO INC	USD	3.050	517.801	0,500%
BANK OF AMERICA CORP	USD	18.900	497.013	0,480%
NEXTERA ENERGY INC	USD	7.300	496.480	0,479%
COCA-COLA CO/THE	USD	8.600	474.695	0,458%
DANAHER CORP	USD	2.140	470.761	0,454%
COMCAST CORP-CLASS A	USD	12.200	464.629	0,448%
ABBVIE INC	USD	3.720	459.391	0,443%
NIKE INC -CL B	USD	4.500	455.238	0,439%
HCA HEALTHCARE INC	USD	1.600	445.067	0,429%
WALMART INC	USD	3.050	439.412	0,424%
QUALCOMM INC	USD	4.000	436.444	0,421%
PFIZER INC	USD	12.950	435.386	0,420%
THE CIGNA GROUP	USD	1.660	426.944	0,412%



SALESFORCE INC	USD	2.200	426.005	0,411%
ABBOTT LABORATORIES	USD	4.260	425.688	0,411%

### **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 2023

## FONDO INVESTITORI Far East

### Nota Illustrativa

#### L'andamento del mercato

Chiusura in positivo per il mercato azionario asiatico nel primo semestre dell'anno: Msci Asia Pacific Index in rialzo del 4,82% in Usd/2,84% in euro. Da segnalare, in particolare, la performance assai notevole conseguita dall'indice Nikkei 225 (+27,19%) a cui si contrappone il calo, pari al 4,37%, dell'Hang Seng. Con riferimento all'evoluzione del quadro macro in Giappone, il consensus si posiziona per una stima di crescita nel 2023 pari all'1,2% a/a (+1,1% a/a la previsione per il prossimo anno). Lo stimolo fiscale, che si sostanzia in una serie di misure approvate a fine 2022 nell'ambito di un budget supplementare, dovrebbe, se non venir meno, significativamente ridursi a partire da metà anno allorquando l'espansione inizierà ad essere principalmente trainata dalla domanda domestica privata, con i consumi spinti dal reddito da lavoro, nonché dalla ripresa dell'attività nei servizi, la quale è stata frenata lo scorso anno dall'emergenza Covid. L'impatto negativo sulla crescita derivante dalla crisi pandemica, dall'aumento dei prezzi energetici e dal rallentamento economico in Cina è stato ampiamente mitigato dall'adozione di iniziative sul fronte della politica fiscale. La variabile spesa per consumi è stimata in crescita quest'anno dell'1,6%, dopo il +2,1% a/a fatto registrare nel 2022. Tale trend è riconducibile a tre fattori: già l'attenuazione delle ondate Covid ha contribuito a spingere verso l'alto, a partire dall'autunno scorso, la domanda di servizi delle famiglie e tale trend dovrebbe proseguire nel corso dell'anno corrente (ricordiamo che a fine 2022 i consumi avevano recuperato i livelli pre-pandemia; da una disaggregazione per settore è la spesa reale per servizi che risulta in ritardo nella chiusura del gap a differenza di quella in beni durevoli); il secondo elemento supportivo è rappresentato dall'entrata in vigore, nel mese di febbraio, di una nuova tornata di sussidi finalizzati al contenimento degli alti prezzi energetici (gli interventi saranno operativi fino ad agosto e si applicano ai prezzi di elettricità e gas naturale; da settembre le misure verranno dimezzate ma resteranno comunque in essere). La liberazione di potere d'acquisto per famiglie e imprese sta incidendo soprattutto sui consumi nell'area dei servizi. L'ultimo catalyst riguarda i rinnovi contrattuali delle grandi imprese, il cui esito negoziale si riflette poi, a cascata, sulle aziende di più piccole dimensioni; le aspettative sono per incrementi salariali nell'ordine del 3% circa. Stante le attuali previsioni sull'andamento dell'inflazione, aumenti retributivi di tale entità porterebbero ad una dinamica positiva dei salari in termini reali. Sul versante degli investimenti fissi non residenziali, la crescita attesa per l'anno in corso è di poco inferiore al 3% e sarà guidata dalle esportazioni nella manifattura e dalla domanda interna per quanto concerne i comparti non manifatturieri. Il key point nel 2023 non può che essere il sentiero dell'inflazione e le mosse di politica monetaria che potranno essere intraprese dal nuovo governatore di Bank of Japan Kazuo Ueda. L'inflazione, ci riferiamo all'indice al netto degli alimentari freschi, dopo aver toccato un picco nel mese di gennaio ha imboccato un trend discendente grazie all'entrata in vigore delle misure fiscali di cui sopra, alla fine della trasmissione del rialzo dei prezzi all'importazione e al notevole attenuarsi delle criticità riferibili alle catene di approvvigionamento. Lo scenario dei prezzi è il seguente: ritorno dell'inflazione core un po' al di sopra dell'1% a/a all'inizio del prossimo anno a cui farà seguito una moderata accelerazione in conseguenza della chiusura prevista dell'output gap e dell'aumento delle aspettative inflattive e dinamica salariale. L'andamento della variabile inflazione sarà cruciale ai fini della normalizzazione della politica monetaria: il cambio di leadership in BoJ dovrebbe accelerarne il processo. Riteniamo che la banca centrale manterrà un bias espansivo procedendo comunque nel tentativo di apportare modifiche alla strategia di QE incentrato sul controllo della curva. Contesto macroeconomico in Cina: alla luce delle riaperture post superamento della crisi pandemica e sulla base delle recenti indicazioni governative, i principali previsori internazionali hanno rivisto verso l'alto le previsioni di crescita del Pil per l'anno corrente e successivo (tasso di crescita stimato nel 2023 e 24 pari, rispettivamente, al 5,5 e 4,8% a/a). La recovery dell'economia sarà fortemente condizionata dall'andamento dei consumi privati anche perché, al momento, non vi sono segnali che le variabili esportazioni e investimenti possano fare da traino alla ripresa, perlomeno nel primo semestre di quest'anno; la politica fiscale e monetaria fornirà comunque un certo sostegno pur non in presenza di stimoli forti o generalizzati. Per quanto riguarda l'India, il tasso di espansione del Pil viene stimato dal consensus nell'ordine del 7,0% a/a nel 2023 (+6,0% a/a il prossimo anno). Per quanto riguarda i trend settoriali, si fa riferimento all'indice Msci Asia Pacific, il rimbalzo, rispetto allo scorso anno, più significativo è stato

realizzato dai titoli tecnologici; performance notevolmente superiore al benchmark anche per gli industriali. In rialzo inoltre i materiali di base, consumi ciclici, communication services ed energy. Andamento sostanzialmente flat per i finanziari. In negativo il settore dei consumi staples, health care, real estate e utilities

### La politica di gestione

Nella gestione del fondo si è assunto un atteggiamento più cauto nella seconda parte del periodo in esame, pur non discostandoci eccessivamente dal benchmark. L'esposizione azionaria è stata modulata anche attraverso un'operatività in strumenti finanziari derivati in ottica di copertura: vendita di contratti futures su indici. Nell'orizzonte temporale considerato, il peso azionario di portafoglio, in media, si è attestato al 83,12%; valore minimo e massimo pari, rispettivamente, al 78,81 e 89,36%. Riteniamo che i mercati sviluppati dell'area, in particolare Giappone, presentano valutazioni di una certa attrattività. Il posizionamento su EM è stato realizzato per il tramite di Etf a replica di indici denominati in euro. Sector Allocation: posizione in sovrappeso sui titoli tecnologici, consumi ciclici e, in minor misura, industriali; posizionamento nell'intorno della neutralità su communication services, finanziari, energy e utilities. In sottopeso invece i seguenti settori: consumi staples, health care, real estate e materials.

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

	<b>Media</b>	<b>Minima</b>	<b>Massima</b>
<b>% Azioni</b>	<b>83,12</b>	<b>78,81</b>	<b>89,36</b>

### Operatività in strumenti derivati

Nel corso del periodo in oggetto, si è fatto ricorso ad un'operatività in strumenti finanziari derivati; in particolare, 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):

<b>Inizio Periodo</b>	<b>Fine Periodo</b>	<b>Raccolta Netta</b>
<b>26.660</b>	<b>27.596</b>	<b>559</b>

### Performance

Il fondo Investitori Far East ha conseguito una performance di periodo pari a +1,48%. Tale risultato si confronta con una variazione del benchmark (composizione: 85% indice Msci Pacific Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del +5,36% (calcolo su base fiscale comparabile).

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI FAR EAST AL 30/6/2023 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>27.327.083</b>	<b>98,467%</b>	<b>25.886.039</b>	<b>96,985%</b>
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	25.715.775	92,661%	24.213.934	90,720%
A3. Parti di OICR	1.611.308	5,806%	1.672.105	6,265%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>325</b>	<b>0,001%</b>	<b>339</b>	<b>0,001%</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	325	0,001%	339	0,001%
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>142.071</b>	<b>0,512%</b>	<b>111.502</b>	<b>0,418%</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	142.071	0,512%	111.502	0,418%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>221.299</b>	<b>0,797%</b>	<b>664.169</b>	<b>2,488%</b>
F1. Liquidità disponibile	251.142	0,905%	621.988	2,330%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			42.211	0,158%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-29.843	-0,108%	-30	0,000%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>61.790</b>	<b>0,223%</b>	<b>28.780</b>	<b>0,108%</b>
G1. Ratei attivi	6.324	0,023%	4.263	0,016%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	55.466	0,200%	24.517	0,092%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>27.752.568</b>	<b>100,000%</b>	<b>26.690.829</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>125.825</b>	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	125.825	
M2. Proventi da cistribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>31.157</b>	<b>30.974</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	31.011	30.961
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	146	13
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>156.982</b>	<b>30.974</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>27.595.586</b>	<b>26.659.855</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE CLC</b>	<b>27.595.586</b>	<b>26.659.855</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE CLC	3.264.338,406	3.200.050,883
Valore unitario delle quote CLASSE CLC	8,454	8,331

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe CLC	
Quote emesse	374.671,769
Quote rimborsate	310.384,246

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	19.500	620.640	2,236%
TOYOTA MOTOR CORP	JPY	41.000	600.228	2,163%
AIA GROUP LTD	HKD	64.000	592.114	2,134%
KEYENCE CORP	JPY	1.156	497.405	1,792%
LYXOR CHINA ESG LEADER-ACC	EUR	5.700	476.748	1,718%
HITACHI LTD	JPY	7.800	440.039	1,586%
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	JPY	63.600	429.545	1,548%
SONY GROUP CORP	JPY	4.800	394.653	1,422%
TOKYO ELECTRON LTD	JPY	2.800	365.076	1,315%
NINTENDO CO LTD	JPY	8.450	350.566	1,263%
BHP GROUP LTD	AUD	12.230	335.709	1,210%
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	HKD	9.400	324.559	1,169%
PANASONIC HOLDINGS CORP	JPY	28.800	320.258	1,154%
LYXOR MSCI KOREA-C-EUR	EUR	5.250	318.470	1,148%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	8.100	316.372	1,140%
HOYA CORP	JPY	2.900	314.023	1,132%
KDDI CORP	JPY	10.900	307.602	1,108%
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	JPY	10.100	305.394	1,100%
CSL LTD	AUD	1.790	302.935	1,092%
SMC CORP	JPY	600	302.421	1,090%
SOFTBANK GROUP CORP	JPY	6.700	287.778	1,037%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	4.700	287.534	1,036%
FAST RETAILING CO LTD	JPY	1.200	279.438	1,007%
DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	1.500	278.383	1,003%
FANUC CORP	JPY	8.500	271.245	0,977%
TOKIO MARINE HOLDINGS INC	JPY	12.900	271.191	0,977%
FUJIFILM HOLDINGS CORP	JPY	4.700	254.571	0,917%
WOOLWORTHS GROUP LTD	AUD	10.350	250.888	0,904%
ADVANTEST CORP	JPY	2.000	242.885	0,875%
WESFARMERS LTD	AUD	7.940	239.024	0,861%
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JPY	220.000	237.875	0,857%
MITSUBISHI CORP	JPY	5.400	237.317	0,855%
WESTPAC BANKING CORP	AUD	17.900	233.060	0,840%
ANZ GROUP HOLDINGS LTD	AUD	15.700	227.118	0,818%
IBIDEN CO LTD	JPY	4.400	226.016	0,814%
TDK CORP	JPY	6.200	218.885	0,789%
COLES GROUP LTD	AUD	19.400	218.028	0,786%
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	JPY	1.900	217.607	0,784%
NEC CORP	JPY	4.800	212.014	0,764%
EAST JAPAN RAILWAY CO	JPY	4.150	210.201	0,757%
KOMATSU LTD	JPY	8.500	209.201	0,754%
HSBC MSCI INDONESIA UCITS ET	EUR	2.500	195.450	0,704%
ITOCHU CORP	JPY	5.400	194.751	0,702%
SYSMEX CORP	JPY	3.100	192.699	0,694%
SUNCORP GROUP LTD	AUD	23.411	192.687	0,694%
GALAXY ENTERTAINMENT GROUP L	HKD	33.000	191.831	0,691%
NIDEC CORP	JPY	3.800	189.051	0,681%
RIO TINTO LTD	AUD	2.680	187.535	0,676%

SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	JPY	16.800	187.190	0,674%
COMPUTERSHARE LTD	AUD	12.900	184.016	0,663%
DENSO CORP	JPY	3.000	183.496	0,661%
NITTO DENKO CORP	JPY	2.700	182.012	0,656%
TELSTRA GROUP LTD	AUD	68.000	178.401	0,643%
KIRIN HOLDINGS CO LTD	JPY	13.300	177.249	0,639%
SANDS CHINA LTD	HKD	56.400	176.132	0,635%
SCREEN HOLDINGS CO LTD	JPY	1.700	175.080	0,631%
JAPAN AIRLINES CO LTD	JPY	8.500	168.181	0,606%
DBS GROUP HOLDINGS LTD	SGD	7.800	166.460	0,600%
MACQUARIE GROUP LTD	AUD	1.527	165.482	0,596%
FUJITSU LIMITED	JPY	1.400	165.092	0,595%
OVERSEA-CHINESE BANKING CORP	SGD	19.700	163.844	0,590%
BYD CO LTD-H	HKD	5.500	160.824	0,579%
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	JPY	5.300	153.366	0,553%
NITORI HOLDINGS CO LTD	JPY	1.500	153.198	0,552%
SUMITOMO MITSUI TRUST HOLDIN	JPY	4.690	152.073	0,548%
Z HOLDINGS CORP	JPY	69.100	151.795	0,547%
NOMURA RESEARCH INSTITUTE LT	JPY	5.900	148.204	0,534%
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	JPY	10.500	146.425	0,528%
MURATA MANUFACTURING CO LTD	JPY	2.800	146.243	0,527%
HAIER SMART HOME CO LTD-H	HKD	49.400	142.427	0,513%
NOMURA HOLDINGS INC	JPY	40.900	141.929	0,511%
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	AUD	8.700	139.975	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).





## **FONDO FLESSIBILE**

**RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2023**

## FONDO INVESTITORI Flessibile

### Nota Illustrativa

#### L'andamento del mercato

Nel primo semestre di quest'anno abbiamo assistito sui mercati azionari ad un forte rimbalzo dopo il marcato calo accusato dagli indici nel 2022; in vero, il rally ha preso avvio a partire dalla metà di ottobre. La volatilità implicita e realizzata, se si esclude lo spike avvenuto a marzo (evento crisi bancaria), si è mantenuta relativamente bassa, al contrario di ciò che è avvenuto sui tassi. Sul fronte obbligazionario si deve evidenziare il proseguimento in accelerazione del trend di inversione delle curve: il mercato bond, a differenza di quello equity, sconta quindi uno scenario recessivo. Le due asset class hanno perciò mostrato un'alta decorrelazione. I mercati valutari, ovviamente, sono stati influenzati dal bias di politica monetaria: forte svalutazione dello yen e dollaro Usa y-t-d in indebolimento vs euro. Le prospettive sullo scenario economico, a causa delle turbolenze che hanno scosso il settore bancario, ci riferiamo in particolare alla situazione negli Stati Uniti, sono ora divenute più incerte. Quanto è accaduto potrebbe rendere le condizioni finanziarie anche significativamente più restrittive, al di là degli interventi in termini di rialzo dei tassi. L'andamento ciclico si è quindi deteriorato in conseguenza dei suddetti accadimenti: ovvero, anche alla luce di una situazione in assestamento su tale fronte, il rallentamento nella crescita economica sarà maggiore rispetto a quanto ipotizzato pre-crisi bancaria. In marzo si è andato concretizzando uno degli scenari di rischio possibili connessi ad un'ampia stretta monetaria condotta in tempi molto ravvicinati. A parte i casi SVB, Signature Bank, First Republic e altri minori, tutto il sistema delle banche Usa di piccole e medie dimensioni è andato sotto stress subendo una perdita di raccolta: deflussi nei depositi e allocazione in fondi monetari, nonché in direzione delle grandi banche. In Europa la situazione non è stata del tutto tranquilla: abbiamo assistito alla crisi di liquidità di Credit Suisse e alla sua acquisizione da parte di Ubs sotto la regia delle autorità elvetiche. Quello che ci preme evidenziare è che, sulla scorta di un rapido rialzo dei tassi dopo un periodo durato anni di tassi a zero o negativi, le componenti più fragili del sistema finanziario possono andare in forte difficoltà. In vero, nella zona dell'area non si sono registrati casi di contagio, ma occorre ricordare che già nel novembre dello scorso anno la Bce aveva espresso preoccupazione in merito alla stabilità degli operatori finanziari non bancari, in quanto sottoposti a criteri di supervisione meno stringenti. La rapida reazione delle autorità monetarie ha evitato che la situazione degenerasse; le riserve del sistema bancario sono aumentate a testimonianza della volontà e capacità di rafforzare le difese. Il ripetersi di una crisi sistemica, tipo quella del 2007-08, sembra improbabile per i seguenti motivi: minori squilibri macroeconomici, bilanci di famiglie e aziende più solidi, una quota di prestiti a tasso fisso di molto superiore rispetto a quella a tasso variabile e strumenti di controllo del rischio delle banche più accurati. In ogni caso, oltre a renderlo più costoso, si andrà riducendo la disponibilità di credito, frenando la domanda aggregata più di quanto in precedenza previsto; allo stato attuale risulta però difficile valutarne gli effetti. Il persistere o meno di tensioni finanziarie non può che impattare sull'evoluzione del quadro macro; un aspetto quindi molto rilevante è connesso all'entità della restrizione delle condizioni creditizie in atto. Negli Stati Uniti, si può ragionevolmente ritenere, nel caso in cui si sposi quello che attualmente si può considerare lo scenario di base, che una modesta recessione abbia luogo nella seconda metà del 2023; nell'Eurozona invece la crescita del Pil dovrebbe confermarsi positiva nell'anno in corso, anche se al di sotto del potenziale. Ovviamente, di fronte ad un credit crunch e ad un rallentamento molto marcato della domanda interna, l'atteggiamento delle banche centrali muterebbe, diventando assai meno aggressivo, fino ad ipotizzare l'avvio di una svolta in tempi rapidi. Gli scenari che si andranno definendo avranno naturalmente un impatto significativo sui mercati valutari; il ruolo di safe haven di certe divise potrebbe ritornare in auge nel caso si verificasse un contesto di flight-to-quality globale. I rischi macroeconomici verso il basso sono dunque di recente aumentati. Bisogna tuttavia rilevare che la tenuta dell'economia nel primo scorcio dell'anno è stata superiore alle attese, sia in Usa che in Europa; in entrambe le regioni il mercato del lavoro rimane teso e fa alquanto fatica a raffreddarsi. In Cina, con l'allentamento delle misure atte a contrastare la pandemia, a partire dalla metà del primo trimestre, si sta assistendo ad una accelerazione congiunturale. Indubbiamente, data la velocità con cui nei paesi avanzati si è inasprita la politica monetaria, gli effetti delle misure varate richiederanno ancora un po' di tempo per dispiegarsi appieno. Si deve comunque tener conto del fatto che la minore sensibilità di imprese e

famiglie alla variazione dei tassi a breve e una migliore struttura finanziaria delle aziende rispetto ad altri cicli economici potrebbe aver reso relativamente meno efficaci gli interventi di politica monetaria.

## La politica di gestione

### Componente azionaria

L'orientamento gestionale su tale asset class è divenuto maggiormente cauto nella seconda metà del periodo in oggetto, allor quando si sono manifestate fasi di stress sui mercati e volatilità crescente. Il peso azionario di portafoglio è stato modulato anche ricorrendo all'utilizzo di strumenti finanziari derivati, ovvero assumendo posizioni short in futures su indici a scopo di copertura. L'esposizione equity ha raggiunto un livello minimo e massimo nel periodo pari, rispettivamente, al 16,07 e 19,96%; valore medio: 18,24%. Nonostante il rialzo dei listini e un contesto che rimane molto incerto, manteniamo una view costruttiva sull'azionario alla luce dei più recenti risultati riportati e indicazioni di guidance rilasciate dalle aziende. Le decisioni d'investimento si basano su un approccio bottom up, incentrate su un'analisi dei fondamentali delle aziende. Focus quindi su stock selection e ricerca di alpha; attenzione rivolta anche al tema dividend yield. Sul mercato europeo, in primis domestico, si concentra una porzione alquanto rilevante degli investimenti.

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

	<b>Media</b>	<b>Minima</b>	<b>Massima</b>
<b>% Azioni</b>	<b>18,24</b>	<b>16,07</b>	<b>19,96</b>

### Componente obbligazionaria

Sul fronte del rischio di tasso, l'atteggiamento è rimasto relativamente prudente come si evince dalla durata finanziaria piuttosto corta: pari in media, nel periodo considerato, a tot anni (duration minima e massima nell'ordine, rispettivamente, di tot e tot anni). Il persistere di un'inflazione su livelli elevati che accenna solo molto gradualmente a rientrare ha indotto le principali banche centrali, ad eccezione di BoJ e PBoC, a proseguire nella restrizione monetaria avviata lo scorso anno. L'inversione in essere delle curve è un segnale recessivo. Esposizione al debito sovrano piuttosto ridotta: in essa la posizione in governativi italiani risulta alquanto significativa. Rischio di credito: la porzione nettamente preponderante del portafoglio è investita in titoli corporate investment grade; estrema selettività sulle emissioni high yield. Minimale l'esposizione all'obbligazionario emergente, così come al comparto delle convertibili. Occorre rimarcare nelle scelte attuate una certa preferenza per il credito finanziario senior e subordinato-perpetuo (AT1) rispetto a quello industriale; ci riferiamo ad emittenti con solidi requisiti patrimoniali. Rilevante, in ogni caso, l'aspetto liquidità/negoziabilità dei titoli.

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

	<b>Media</b>	<b>Minima</b>	<b>Massima</b>
<b>Durata media finanziaria</b>	2,66	2,33	2,89
<b>% Titoli di stato</b>	53,49	50,92	56,63
<b>% Altri titoli di debito</b>	12,01	10,18	14,15

### Riferimento all'utilizzo di strumenti derivati

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

**Andamento del patrimonio**

Andamento del patrimonio del fondo in sintesi (dati in migliaia di euro):

<b>Inizio Periodo</b>	<b>Fine Periodo</b>	<b>Raccolta Netta</b>
<b>187.075</b>	<b>192.915</b>	<b>-3.774</b>

**Performance**

La performance conseguita dal fondo Investitori Flessibile, in questo primo semestre, è risultata pari a +5,17%.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI FLESSIBILE AL 30/6/2023 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>169.012.521</b>	<b>87,303%</b>	<b>176.687.576</b>	<b>94,368%</b>
A1. Titoli di debito	114.187.737	58,984%	119.585.233	63,870%
A1.1 Titoli di Stato	23.880.527	12,335%	19.128.353	10,216%
A1.2 Altri	90.307.210	46,649%	100.456.880	53,654%
A2. Titoli di capitale	53.345.612	27,555%	55.673.993	29,735%
A3. Parti di OICR	1.479.172	0,764%	1.428.350	0,763%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>10.084.217</b>	<b>5,209%</b>	<b>2.212.187</b>	<b>1,182%</b>
B1. Titoli di debito	9.846.717	5,086%	1.960.000	1,047%
B2. Titoli di capitale	237.500	0,123%	252.187	0,135%
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.633.279</b>	<b>0,844%</b>	<b>2.073.219</b>	<b>1,107%</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.633.279	0,844%	2.073.219	1,107%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>11.069.092</b>	<b>5,717%</b>	<b>4.960.098</b>	<b>2,649%</b>
F1. Liquidità disponibile	9.285.733	4,796%	5.079.868	2,713%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	2.039.219	1,053%	480.882	0,257%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-255.860	-0,132%	-600.652	-0,321%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>1.795.963</b>	<b>0,927%</b>	<b>1.299.713</b>	<b>0,694%</b>
G1. Ratei attivi	1.785.833	0,922%	1.289.622	0,689%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	10.130	0,005%	10.091	0,005%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>193.595.072</b>	<b>100,000%</b>	<b>187.232.793</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>520.167</b>	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	520.167	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>159.908</b>	<b>157.988</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	159.316	157.102
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	592	886
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>680.075</b>	<b>157.988</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>192.914.997</b>	<b>187.074.805</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE CLC</b>	<b>192.914.997</b>	<b>187.074.805</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE CLC	24.184.198,837	24.663.236,869
Valore unitario delle quote CLASSE CLC	7,977	7,585

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe CLC	
Quote emesse	1.706.835,312
Quote rimborsate	2.185.873,344

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
ANIMA HOLDING 1.75% 19-23/10/2026	EUR	4.000.000	3.612.280	1,866%
ITALY BTPS 0.95% 20-15/09/2027	EUR	4.000.000	3.576.960	1,848%
ILIAD 1.875% 18-25/04/2025	EUR	3.500.000	3.306.205	1,708%
MEDIOBANCA INTL 18-29/03/2024 SR	USD	3.500.000	3.161.709	1,633%
BANCA IFIS SPA 5.875% 22/12/2026	EUR	3.000.000	2.976.000	1,537%
ITALY BTPS 0% 21-30/01/2024	EUR	3.000.000	2.935.620	1,516%
ITALY BOTS 0% 23-14/03/2024	EUR	3.000.000	2.897.052	1,496%
AZIMUT HOLDING 1.625% 19-12/12/2024	EUR	3.000.000	2.880.990	1,488%
CRED AGRICOLE SA 2.8% 16-27/01/2026	EUR	3.000.000	2.859.660	1,477%
ENEL SPA	EUR	460.000	2.837.280	1,466%
TIKEHAU CAPITAL 2.25% 19-14/10/2026	EUR	3.000.000	2.753.790	1,422%
RADIOTELEVISIONE 1.375% 19-04/12/2024	EUR	2.850.000	2.725.911	1,408%
ASSICURAZIONI 2.429% 20-14/07/2031	EUR	3.000.000	2.480.460	1,281%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	8.700	2.437.836	1,259%
ITALY BTPS 2.5% 14-01/12/2024	EUR	2.450.000	2.407.051	1,243%
CATTOLICA ASSICU 17-14/12/2047 FRN	EUR	2.500.000	2.392.700	1,236%
NESTLE SA-REG	CHF	21.300	2.348.117	1,213%
OVS 2.25% 21-10/11/2027	EUR	2.500.000	2.275.000	1,175%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	9.000.000	2.246.400	1,160%
INTESA SANPAOLO SPA 3.25% 23/09/2024	USD	2.500.000	2.197.856	1,135%
UNICREDIT SPA	EUR	94.000	1.998.910	1,033%
ASSICURAZIONI 16-08/06/2048	EUR	2.000.000	1.993.800	1,030%
FERRARI NV	EUR	6.650	1.991.675	1,029%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	2.300	1.984.900	1,025%
BUNDESSCHATZANW 2.5% 23-13/03/2025	EUR	2.000.000	1.974.820	1,020%
WEBUILD SPA 5.875% 20-15/12/2025	EUR	2.000.000	1.964.720	1,015%
AMISSIMA VITA 21-16/08/2031 FRN	EUR	2.000.000	1.960.000	1,012%
SOCIETE GENERALE 2.625% 15-27/02/2025	EUR	2.000.000	1.933.600	0,999%
MACIF 14-29/10/2049 FRN	EUR	2.000.000	1.932.620	0,998%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	2.000.000	1.931.720	0,998%
ITALY BTPS 1.6% 22-28/06/2030	EUR	2.000.460	1.926.263	0,995%
ITALY BTPS 0% 21-15/08/2024	EUR	2.000.000	1.918.040	0,991%
BANCO SANTANDER 1.125% 18-17/01/2025	EUR	2.000.000	1.902.460	0,983%
FRANCE O.A.T. 0% 22-25/02/2025	EUR	2.000.000	1.893.380	0,978%
ALERION IND 3.5% 22-17/05/2028	EUR	2.000.000	1.892.200	0,977%
MADRILENA RED FI 1.375% 17-11/04/2025	EUR	2.000.000	1.877.400	0,970%
UNICREDIT SPA 20-22/07/2027 FRN	EUR	2.000.000	1.845.180	0,953%
ALERION IND 2.25% 21-03/11/2027	EUR	2.000.000	1.810.400	0,935%
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	EUR	32.200	1.794.506	0,927%
LA MONDIALE 19-31/12/2059 FRN	EUR	2.000.000	1.692.720	0,874%
CCR RE SA 20-15/07/2040 FRN	EUR	2.000.000	1.581.200	0,817%
VOLKSWAGEN LEAS 0% 21-12/07/2023	EUR	1.500.000	1.498.215	0,774%
DAVIDE CAMPARI-MILANO NV	EUR	116.100	1.473.309	0,761%
CAPGEMINI SE	EUR	8.400	1.457.820	0,753%
CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	CHF	9.380	1.457.381	0,753%
CASSA DEPOSITI E 2.125% 19-21/03/2026	EUR	1.500.000	1.423.830	0,735%
MEDIOBANCA SPA 1.125% 20-23/04/2025	EUR	1.500.000	1.412.790	0,730%
NEWLAT FOOD 2.625% 21-19/02/2027	EUR	1.500.000	1.399.200	0,723%

CAISSE NA REA MU 3.375% 18-24/09/2028	EUR	1.500.000	1.388.625	0,717%
WIIT SPA 2.375% 21-07/10/2026	EUR	1.500.000	1.373.883	0,710%
CNP ASSURANCES 18-31/12/2049 FRN	EUR	1.500.000	1.359.345	0,702%
GOLDMAN SACHS GP 18-31/05/2024 SR	USD	1.500.000	1.353.891	0,699%
SAUDI ARAB OIL CO 2.875% 19-16/04/2024	USD	1.500.000	1.340.170	0,692%
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	EUR	580.000	1.335.160	0,690%
MICRON TECHNOLOGY INC	USD	23.000	1.330.458	0,687%
WELLS FARGO CO 1.625% 15-02/06/2025	EUR	1.400.000	1.326.416	0,685%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	7.670	1.323.842	0,684%
ILLIMITY BANK 21-07/10/2031 FRN	EUR	1.700.000	1.318.724	0,681%
ENI SPA	EUR	100.000	1.318.200	0,681%
ITALY BTPS 1.35% 19-01/04/2030	EUR	1.500.000	1.284.045	0,663%
INTESA SANPAOLO 0.75% 21-16/03/2028	EUR	1.500.000	1.277.415	0,660%
BANCO BPM SPA	EUR	300.000	1.275.000	0,659%
ANIMA HOLDING 1.5% 21-22/04/2028	EUR	1.500.000	1.273.875	0,658%
ITALY BTPS 0% 21-01/04/2026	EUR	1.400.000	1.263.626	0,653%
BANCO BPM SPA 19-31/12/2049 FRN	EUR	1.250.000	1.249.275	0,645%
AGEASFINLUX 02-31/12/2049 CV FRN	EUR	1.500.000	1.232.520	0,637%
MUTUELLE ASSUR 0.625% 21-21/06/2027	EUR	1.400.000	1.194.116	0,617%
AMCO SPA 4.625% 23-06/02/2027	EUR	1.200.000	1.190.832	0,615%
LOREAL	EUR	2.640	1.127.544	0,582%
AIR FRANCE-KLM 1.875% 20-16/01/2025	EUR	1.100.000	1.030.337	0,532%
LYXOR CHINA ESG LEADER-ACC	EUR	12.300	1.028.772	0,531%
APICIL PRVNCE 5.25% 15-17/11/2025	EUR	1.000.000	997.516	0,515%
VOLKSWAGEN INTFN 13-29/09/2049 FRN	EUR	1.000.000	996.560	0,515%
ASML HOLDING NV	EUR	1.500	994.500	0,514%
TELECOM ITALIA 6.875% 23-15/02/2028	EUR	1.000.000	994.370	0,514%
CRELAN SA/NV 5.375% 22-31/10/2025	EUR	1.000.000	993.410	0,513%

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

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





## **FONDO PIAZZA AFFARI**

**RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2023**

## FONDO INVESTITORI Piazza Affari

### Nota Illustrativa

#### L'andamento del mercato

La borsa italiana, con riferimento all'indice principale, ha evidenziato un forte rimbalzo nei primi sei mesi dell'anno: Ftse Mib a +19,08%; performance assai più contenuta per il paniere dei titoli a minore capitalizzazione: Ftse Italia Mid Cap in rialzo del 8,53%. Sul versante macro, le stime sulla crescita del Pil italiano sono state via via riviste in senso migliorativo in questi ultimi mesi: il consensus si attesta ora per una variazione positiva pari all'1,1% a/a nel 2023 (tasso di crescita previsto per il prossimo anno nell'ordine dello 0,9% a/a). Tale revisione sarebbe stata anche più ampia se non fosse per gli effetti di una restrizione monetaria che ci si attende più accentuata del previsto, anche se il suo impatto, dato l'usuale ritardo nella trasmissione all'economia reale, si concretizzerà maggiormente nell'ultima parte dell'anno e nel 2024. Le assunzioni relative ad un quadro macroeconomico meno fosco sono connesse ad una significativa riduzione dei rischi in ambito energetico, sia per quanto riguarda le incertezze in termini di forniture di gas sia con riferimento all'andamento dei prezzi. La ripresa, a partire dal secondo semestre, dovrebbe gradualmente accelerare, coinvolgendo ancor più l'anno successivo, per via del contro-shock energetico sul reddito disponibile delle famiglie e margini di profitto delle aziende, senza trascurare il permanere di ulteriori spazi di recupero post-pandemia nei settori dei servizi; inoltre, nel 2024, gli effetti dell'implementazione del PNRR raggiungeranno il culmine per quanto concerne la cantierizzazione delle opere. I consumi privati si stanno confermando la componente di domanda maggiormente impattata dall'aumento dell'inflazione: si stima che la crescita di questa variabile sarà di poco superiore a zero nell'anno in corso, dopo il forte rimbalzo nel biennio precedente. La spesa in beni non durevoli, e in misura minore, quella nei durevoli, tipicamente ad alta sensibilità ai tassi, è sicuramente quella più penalizzata dall'incremento dei prezzi; i consumi nei servizi, invece, sono visti risentirne meno, anche se il loro ritmo di crescita è atteso in rallentamento. La tenuta del mercato del lavoro fornirà indubbiamente un supporto al trend nei consumi. Lo scenario negli investimenti è più eterogeneo. Occorre innanzitutto rammentare che negli ultimi anni, anche grazie al supporto fiscale, non ci riferiamo solo ai bonus edilizi ma anche agli incentivi del programma "Transizione 4.0", la dinamica degli investimenti in Italia, e non solo nelle costruzioni, è stata assai positiva e superiore a quella che si è riscontrata negli altri principali paesi dell'area-euro. Nell'attuale contesto, il settore che tendenzialmente ne risentirà di più sarà quello dell'edilizia, in conseguenza del combinato di tassi più alti e minore generosità negli incentivi fiscali, anche se il consistente volume dei lavori arretrati sosterrà non di poco il comparto. Gli investimenti invece ex-costruzioni si stanno dimostrando resilienti: le imprese infatti sono state in grado, nonostante lo shock inflazionistico e relativo rincaro dei costi, di mantenere un'adeguata profittabilità e liquidità, beneficiando, al contempo, dell'attenuazione, se non del venir meno, delle criticità nell'approvvigionamento di materiali. Il ritardo poi accumulato sul fronte della transizione energetica e digitale creerebbe la condizioni per una variazione con segno positivo nella spesa in conto capitale in questo e nei prossimi anni. Il commercio netto con l'estero dovrebbe dare un contributo positivo alla crescita del Pil nel 2023 in quanto ad un rapido calo delle importazioni, in volumi e non solo in valore, di energia e beni intermedi si contrapporrà una risalita dell'export, anche in termini reali, più elevata di quella che si risconterà nella media dell'Eurozona, in conseguenza di una più favorevole specializzazione per settori e mercati di sbocco; anche l'andamento del tasso di cambio gioca a favore. La discesa dell'inflazione, a cui abbiamo assistito, è destinata a continuare anche nei prossimi mesi, unicamente per via del rientro dei prezzi energetici; la svolta nell'alimentare potrebbe aggiungersi a breve. Se l'inflazione headline è vista rimanere più elevata in Italia rispetto alla media della zona dell'euro, a causa di un maggior contributo della componente energia, quella core si dovrebbe mantenere più bassa, in quanto la dinamica salariale nel nostro Paese risulta più moderata. Finanza pubblica: la riclassificazione dei crediti fiscali relativi ai bonus edilizi ha portato ad un incremento del deficit nel biennio scorso, con effetto peggiorativo anche sul 2023. Negli anni successivi invece il percorso del disavanzo dovrebbe essere più favorevole. Il ratio debito/Pil è atteso mantenere una traiettoria discendente. In relazione agli andamenti settoriali (indice Msci Italy), i consumi discrezionali,

communication services e finanziari hanno fatto registrare, nell'ordine, il rialzo più significativo, nonché superiore all'indice di riferimento. Performance sostanzialmente in linea con il benchmark per le utilities. In calo il settore energy e i titoli industriali.

### La politica di gestione

L'orientamento gestionale è divenuto più prudente nella seconda parte del periodo in oggetto. Nella definizione del peso azionario ci si è avvalsi anche di strumenti finanziari derivati: ovvero, assunzione di posizioni corte a copertura attraverso la vendita di contratti futures su indici. L'esposizione equity, in media pari al 81,03%, ha oscillato tra un valore minimo del 72,34% ed uno massimo del 88,31%. Una porzione di portafoglio è investita in bond societari a scadenza non lunga. A livello di allocazione settoriale, la posizione in finanziari e, secondariamente, in titoli industriali sono le più rilevanti; relativamente elevato anche il posizionamento sulle utilities, consumi discrezionali e tecnologia; in single digit il peso degli altri settori. Focus su stock picking e generazione di alpha. Il processo d'investimento segue un approccio di tipo bottom up, incentrato quindi su un'analisi dei fondamentali aziendali e valutazioni espresse in termini di metriche e multipli, anche in un raffronto con le medie storiche.

La politica gestionale può essere sintetizzata ricorrendo ai seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
<b>% Azioni</b>	<b>81,03</b>	<b>72,34</b>	<b>88,31</b>
<b>% Altri titoli di debito</b>	<b>2,85</b>	<b>2,69</b>	<b>3,87</b>

### Operatività in strumenti derivati

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

### Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
<b>22.196</b>	<b>24.575</b>	<b>-872</b>

### Performance

Nel primo semestre 2023, il fondo Investitori Piazza Affari ha evidenziato una performance pari al +14,80%.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO  
INVESTITORI PIAZZA AFFARI AL 30/6/2023  
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>23.861.228</b>	<b>96,920%</b>	<b>21.845.625</b>	<b>97,558%</b>
A1. Titoli di debito	670.467	2,723%	850.481	3,798%
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri	670.467	2,723%	850.481	3,798%
A2. Titoli di capitale	23.190.761	94,197%	20.995.144	93,760%
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>114.000</b>	<b>0,463%</b>	<b>121.050</b>	<b>0,541%</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	114.000	0,463%	121.050	0,541%
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>364.819</b>	<b>1,482%</b>	<b>188.775</b>	<b>0,843%</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	364.819	1,482%	188.775	0,843%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>262.507</b>	<b>1,066%</b>	<b>227.302</b>	<b>1,015%</b>
F1. Liquidità disponibile	325.493	1,322%	19.554	0,087%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			207.748	0,928%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-62.986	-0,256%		
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>16.896</b>	<b>0,069%</b>	<b>9.704</b>	<b>0,043%</b>
G1. Ratei attivi	16.896	0,069%	9.703	0,043%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre			1	0,000%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>24.619.450</b>	<b>100,000%</b>	<b>22.392.456</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>6.644</b>	<b>159.528</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	6.644	159.528
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>37.707</b>	<b>36.723</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	37.656	36.610
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	51	113
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>44.351</b>	<b>196.251</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>24.575.099</b>	<b>22.196.205</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE CLC</b>	<b>24.575.099</b>	<b>22.196.205</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE CLC	3.575.630,353	3.707.352,539
Valore unitario delle quote CLASSE CLC	6,873	5,987

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe CLC	
Quote emesse	240.418,802
Quote rimborsate	372.140,988

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	251.000	1.548.168	6,288%
BANCO BPM SPA	EUR	251.000	1.066.750	4,333%
FERRARI NV	EUR	2.740	820.630	3,333%
ENI SPA	EUR	60.900	802.784	3,261%
DAVIDE CAMPARI-MILANO NV	EUR	59.100	749.979	3,046%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	3.000.000	748.800	3,041%
PRYSMIAN SPA	EUR	19.500	746.460	3,032%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	14.800	674.288	2,739%
CNH INDUSTRIAL NV	EUR	47.500	627.237	2,548%
SNAM SPA	EUR	126.900	607.470	2,467%
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	EUR	249.000	573.198	2,328%
TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	EUR	61.800	570.414	2,317%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	29.700	553.014	2,246%
FINECOBANK SPA	EUR	44.700	550.480	2,236%
SALCEF GROUP SPA	EUR	23.400	538.200	2,186%
AMPLIFON SPA	EUR	15.500	520.645	2,115%
INTESA SANPAOLO	EUR	214.000	513.600	2,086%
MEDIOBANCA SPA	EUR	45.800	501.968	2,039%
REPLY SPA	EUR	4.550	473.655	1,924%
SESA SPA	EUR	4.110	470.184	1,910%
ITALIAN SEA GROUP SPA/THE	EUR	59.600	467.264	1,898%
ERG SPA	EUR	17.250	465.405	1,890%
GVS SPA	EUR	80.000	442.800	1,799%
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	EUR	115.000	438.840	1,782%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	43.200	428.371	1,740%
BUZZI SPA	EUR	18.000	412.920	1,677%
BRUNELLO CUCINELLI SPA	EUR	5.000	403.000	1,637%
DANIELI & CO-RSP	EUR	23.600	396.952	1,612%
BANCA IFIS SPA 1,75% 20-25/06/2024	EUR	400.000	384.408	1,561%
TECHNOPROBE SPA	EUR	53.000	383.720	1,559%
RAI WAY SPA	EUR	69.000	380.190	1,544%
IREN SPA	EUR	220.000	374.220	1,520%
STELLANTIS NV	EUR	22.900	368.461	1,497%
SARAS SPA	EUR	310.000	352.005	1,430%
BANCA MEDIOLANUM SPA	EUR	41.100	340.390	1,383%
PHARMANUTRA SPA	EUR	5.600	339.920	1,381%
SAIPEM SPA	EUR	263.000	335.325	1,362%
ITALIAN DESIGN BRANDS SPA	EUR	30.000	334.800	1,360%
WEBUILD SPA	EUR	190.000	328.130	1,333%
PIAGGIO & C. S.P.A.	EUR	82.000	311.600	1,266%
MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	87.000	307.980	1,251%
DIASORIN SPA	EUR	3.110	296.694	1,205%
INTERPUMP GROUP SPA	EUR	5.480	278.822	1,133%
IMMSI SPA	EUR	510.000	250.410	1,017%
BPER BANCA	EUR	89.000	247.598	1,006%
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	EUR	18.500	223.480	0,908%
TINEXTA SPA	EUR	10.000	168.400	0,684%
DIGITAL MAGICS SPA	EUR	37.600	119.944	0,487%

INDUSTRIAL STARS OF IT-ORIGI	EUR	12.000	114.000	0,463%
LEONARDO SPA	EUR	10.500	109.147	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).

Il presente fascicolo è composto da n. 48 pagine

INVESTITORI SGR S.p.A.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'P' followed by 'L' and 'S' with a flourish, written over a horizontal line.

Pietro Scotti Lovane  
(Amministratore Delegato)