

# AGORA INVESTMENTS

Società di Gestione del Risparmio S.p.A.  
Via Flaminia, 487 - 00191 Roma  
Iscritta all'Albo delle SGR  
(n. 24 sezione gestori di OICVM e n. 205 sezione gestori di FIA)

## AGORAFLEX

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO  
MOBILIARE APERTO DI DIRITTO ITALIANO  
CATEGORIA: FLESSIBILE**

**RELAZIONE SEMESTRALE AL 28 GIUGNO 2024**

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 28 GIUGNO 2024

ATTIVITÀ	Situazione al 28.06.2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>59.241.404</b>	<b>97,543</b>	<b>53.844.847</b>	<b>93,299</b>
A1. Titoli di debito	38.860.090	63,984	33.121.934	57,392
A1.1 titoli di stato	11.560.739	19,034	9.698.766	16,806
A1.2 altri	27.299.351	44,950	23.423.168	40,586
A2. Titoli di capitale	9.436.018	15,537	9.744.790	16,885
A3. Parti di O.I.C.R.	10.945.296	18,022	10.978.123	19,022
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
<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 LIQUIDITÀ</b>	<b>991.622</b>	<b>1,633</b>	<b>3.471.373</b>	<b>6,015</b>
F1. Liquidità disponibile	495.029	0,815	3.471.793	6,016
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	925.892	1,525		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-429.299	-0,707	-420	-0,001
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>500.327</b>	<b>0,824</b>	<b>395.846</b>	<b>0,686</b>
G1. Ratei attivi	493.078	0,812	388.319	0,673
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	7.249	0,012	7.527	0,013
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>60.733.353</b>	<b>100,000</b>	<b>57.712.066</b>	<b>100,000</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>			<b>Situazione al 28.06.2024</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente</b>
			<b>Valore complessivo</b>	<b>Valore complessivo</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>			<b>158.457</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 PARTECIPANTI</b>				
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>			<b>96.404</b>	<b>103.966</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			95.859	103.038
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			545	928
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>			<b>254.861</b>	<b>103.966</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>			<b>60.478.492</b>	<b>57.608.100</b>
<b>NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE</b>			<b>7.955.603,068</b>	<b>7.864.606,848</b>
<b>VALORE UNITARIO DELLE QUOTE</b>			<b>7,602</b>	<b>7,325</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q</b>			<b>12.967.948</b>	<b>12.183.958</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q</b>			<b>1.527.292,649</b>	<b>1.494.621,592</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE R</b>			<b>47.510.543</b>	<b>45.424.142</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R</b>			<b>6.428.310,419</b>	<b>6.369.985,256</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE Q</b>			<b>8,491</b>	<b>8,152</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE R</b>			<b>7,391</b>	<b>7,131</b>

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
Quote emesse classe Q	42.481,229
Quote emesse classe R	827.631,356
Quote rimborsate classe Q	9.810,172
Quote rimborsate classe R	769.306,193

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### 1. Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio al 28 giugno 2024 in ordine decrescente di valore

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
BTPS 0% 2021/15.08.2024	EUR	1.500.000,000	1.493.670,00	2,459
BUNDES 2,2% 2022/12.12.2024	EUR	1.500.000,000	1.491.945,00	2,457
BOTS 0 24	EUR	1.500.000,000	1.472.170,00	2,424
BOTS ZC 2024-30/09/2024	EUR	1.500.000,000	1.471.788,00	2,423
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	35.000,000	1.416.800,00	2,333
MUL L CHE HUE AC	EUR	15.000,000	1.164.750,00	1,918
AMUNDI S&P GLOBAL LUXURY	EUR	5.000,000	1.002.564,00	1,651
CCTS EU TV 4,912% 2024-15/04/2032	EUR	1.000.000,000	990.520,00	1,631
FRANCE O.A.T 0% 2022/25.02.2025	EUR	1.000.000,000	977.620,00	1,610
BTPS 1,2% 2022/15.08.2025	EUR	1.000.000,000	974.410,00	1,604
REP OF ITALY 2,375% 2019/17.10.2024	USD	1.000.000,000	923.658,92	1,521
US TREASURY 2,875% 2018/30/04/2025	USD	1.000.000,000	915.211,89	1,507
ROBO GLOBAL ROBOTICS AND AUT	EUR	40.000,000	825.800,00	1,360
AGORA GLOBAL OPPORTUNITIES CL. Q	EUR	132.414,943	816.867,78	1,345
INVESCO AT1 CAP BOND EUR HDG ETF	EUR	50.000,000	796.600,00	1,312
SPDR REFIN GLOBAL CONVERTIBLE BOND-H	EUR	20.000,000	746.300,00	1,229
ACEA SPA 2,625 2014/15.7.2024	EUR	700.000,000	699.580,00	1,152
WT CYBERSECURITY-USD ACC	EUR	30.000,000	695.100,00	1,145
ISHARES BARCLAYS EURO CORP BOND	EUR	4.500,000	534.690,00	0,880
INTESA SAN PAOLO TV 2023-08/03/2028	EUR	500.000,000	514.060,00	0,846
TOTALENERGIES SE TV 3,25% 22-31/12/2049	EUR	600.000,000	510.930,00	0,841
ISHARES DJ EURO STOXX 50	EUR	10.000,000	501.900,00	0,826
DEUTSCHE LUFTHANSA 2% 2021/14.07.2024	EUR	500.000,000	499.465,00	0,822
ELM BV SWISS PERP (4,5%) 31.12.2049	EUR	500.000,000	497.480,00	0,819
INTESA S PAOLO VITA 4,75%2014/17.12.2049	EUR	500.000,000	496.410,00	0,817
FORD MOTOR CR CO LLC 3,25%20/15.09.2025	EUR	500.000,000	495.445,00	0,816
AZIMUT HOLDINGS SPA1,625%2019/12.12.2024	EUR	500.000,000	494.150,00	0,814
STELLANTIS NV 2% 2018/20.03.2025	EUR	500.000,000	493.245,00	0,812
SACE SPA TV 2015/10.02.2049	EUR	500.000,000	489.395,00	0,806
TRITAX EUROBOX-PLC 0,95% 21-02.06.26	EUR	500.000,000	471.440,00	0,776
BLACKSTONE PRIVATE 1,75% 2021-30/11/2026	EUR	500.000,000	465.280,00	0,766
ENI TV 2020-13.07.2049	EUR	500.000,000	462.290,00	0,761
BAT P.L.C 4,125% 2021/31.12.2049	EUR	500.000,000	459.185,00	0,756
INVESCO NASDAQ - 100 DIST	EUR	1.000,000	453.160,00	0,746
RAIFFEISEN BANK 1% 2021/09.06.2028	EUR	500.000,000	450.030,00	0,741
INVESCO PREFERRED SHARES UCITS ETF	EUR	30.000,000	432.060,00	0,711
LYXOR EURSTX600 F&B	EUR	5.000,000	431.100,00	0,710
CASSA DEPO PREST TV 5% 2023/04.12.2029	EUR	400.000,000	408.416,00	0,672
IBRD 9,5% 09.02.2029	BRL	2.500.000,000	401.481,95	0,661
ATHORA NETHERLANDS TV (7%) 31.12.2049	EUR	400.000,000	399.660,00	0,658
UNICREDIT SPA 2% 2019/23.09.2029	EUR	400.000,000	396.708,00	0,653
CREDIT LOGEMENT S 1,350% 2017-28/11/2029	EUR	400.000,000	393.940,00	0,649
MYLAN NV TV 2,125% 2018/23.05.2025	EUR	400.000,000	393.484,00	0,648
NEWMONT CORPORATION - USD	USD	10.000,000	390.614,80	0,643
ALPHA TRAINS 2,064% 2015/30.06.2025	EUR	400.000,000	387.548,00	0,638
UNITED MEX STAT 1,45% 2021/25.10.33	EUR	500.000,000	377.945,00	0,622
POWER FINANCE 1,841% 2021/21.09.2028	EUR	400.000,000	359.604,00	0,592
VALE OVERSEAS LTD 6,875% 2023/21.11.2036	USD	360.000,000	357.376,99	0,588
ANGLOGOLD ASHANTI PLC	USD	15.000,000	351.665,27	0,579
NVIDIA CORP.	USD	3.000,000	345.759,87	0,569
ALPHABET-ORD SHS CL C	USD	2.000,000	342.233,42	0,564

PHILIP MORRIS 1,45% 2019-01/08/2039	EUR	500.000,000	330.600,00	0,544
ENEL SPA TV 23-31.12.2049	EUR	300.000,000	322.797,00	0,531
ITALGAS SPA	EUR	70.000,000	322.140,00	0,530
GRENKE FINANCE PLC TV 06.04.2027	EUR	300.000,000	321.627,00	0,530
AFRICAN EXPORT 3,798% 2021-17/05/2031	USD	400.000,000	318.794,66	0,525
FREEPORT MCMORAN 5,45% 2023/15.03.2043	USD	360.000,000	315.005,88	0,519
LYXOR ETF STOXX HEALTH CARE	EUR	2.000,000	313.360,00	0,516
SOCIETE GENERALE 5,625% 2023/02.06.2033	EUR	300.000,000	311.805,00	0,513
BARRICK GOLD CORP.	USD	20.000,000	311.223,06	0,512
PROCTER & GAMBLE CO.	USD	2.000,000	307.715,27	0,507
ERAMET 7,000% 2023-22/05/2028	EUR	300.000,000	307.098,00	0,506
FINECO BANK SPA TV (7,5%) 31.12.2049	EUR	300.000,000	307.023,00	0,506
AGNICO-EAGLE MINES USD	USD	5.000,000	305.065,77	0,502

## 2. Politica di investimento del Fondo

Il Fondo, appartenente alla categoria dei Flessibili, si propone di incrementare nel tempo in maniera significativa le somme versate dai Partecipanti, con un orizzonte temporale di medio/lungo termine (3-5 anni) ed un livello di rischio medio/alto.

L'obiettivo di rendimento è pari all'indice Bloomberg Barclays Euro TSY-Bills 0-3 Months Index + 1,50%.

La politica d'investimento del Fondo si ispira ai criteri del ritorno "assoluto" e dell'adeguata remunerazione del rischio: nel portafoglio del Fondo vengono immesse solamente attività finanziarie ove sia elevato il rapporto tra rendimento atteso e rischio – pertanto senza necessariamente riferirsi alla composizione degli indici o dei benchmark comunemente utilizzati nel risparmio gestito. Il Fondo è inoltre caratterizzato da un alto margine di discrezionalità da parte della SGR nella ripartizione (asset allocation) delle attività finanziarie tra titoli rappresentativi di capitale di rischio e titoli di debito. Tali investimenti sono effettuati anche sulla base delle aspettative del gestore sull'andamento nel medio/breve termine dei mercati e dei titoli, con possibilità di elevata concentrazione dei rischi.

Le tensioni geopolitiche e le azioni delle banche centrali per frenare l'inflazione, unite a economie più robuste del previsto, hanno caratterizzato la prima metà dell'anno; il semestre termina con buoni risultati nei mercati azionari, soprattutto negli Stati Uniti mentre i rendimenti dei titoli obbligazionari sono stati deludenti, soprattutto i titoli di stato, e molto inferiori alle attese di inizio anno.

Il contesto macroeconomico è stato variegato: le tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno generato volatilità, soprattutto nei mercati europei, per poi stabilizzarsi grazie all'attenzione internazionale e alle pressioni per una risoluzione pacifica che hanno allontanato lo spettro di un allargamento del conflitto.

Altro tema centrale è stato l'adattamento delle aspettative degli investitori sull'inflazione, che hanno modificato sostanzialmente le attese sui tagli dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali mondiali: in Europa si è passati dagli oltre 6 tagli attesi all'inizio dell'anno a un solo taglio, oltre a quello già effettuato a giugno, mentre negli Stati Uniti si è passati da più di 6 tagli attesi a poco più di uno.

Questo cambiamento è stato guidato da dati macroeconomici superiori alle attese dimostrando una resilienza delle principali economie mondiali, in particolare quella americana.

Le ultime letture sull'inflazione, che sembra essersi stabilizzata nel breve periodo, mantengono elevata l'incertezza sulle prossime mosse delle banche centrali, sia in termini di timing che di entità.

Per quanto riguarda i mercati azionari mondiali, il primo semestre ha registrato performance inaspettate, con i listini dei mercati sviluppati che hanno ripetutamente toccato nuovi massimi storici. A dominare la scena è stata ancora la tecnologia col Nasdaq che grazie ai magnifici sette ha generato performance sensibilmente superiori alla media (+22% in€ circa).

Grazie all'ininterrotto boom dell'intelligenza artificiale, a fine semestre Nvidia è diventata la società più capitalizzata al mondo, eccedendo 3.3 trilioni di dollari. Positive ma sottoperformanti rispetto agli Stati Uniti (S&P +18% in €) sia l'Eurozona (+8%) sia la Cina (+3.5% in€), ancora intaccata da una forte volatilità per la debolezza congiunturale e gli interventi pubblici di sostegno.

Questo contesto ha gravato sui rendimenti governativi, in particolare il decennale tedesco è passato dal 2% circa di inizio anno al 2,4% circa mentre il Treasury decennale ha ritracciato di 50 bps passando dal 3,9% di inizio anno al 4,4%. Il rendimento total return dei titoli di stato è negativo nel semestre. Riguardo i prodotti a spread, le emissioni corporate hanno beneficiato della resilienza economica e della concreta possibilità di realizzare uno scenario di soft landing o no landing.

Il contesto ha favorito un restringimento dello spread dei titoli corporate giunto ai minimi degli ultimi anni. Per quanto riguarda lo spread BTP-Bund, dopo un inizio anno in restringimento fino a 120bps, ha subito un allargamento come conseguenza dei risultati elettorali europei, con i relativi rischi di instabilità in particolare in Francia.

In generale, questo tipo di eventi politici tende ad essere transitorio e a consentire buone occasioni di acquisto sulle asset class penalizzate.

In questo contesto macroeconomico migliore delle previsioni di inizio anno, l'indice generale delle materie prime ha registrato un netto rialzo.

Particolarmente positivo è stato il comparto dei metalli preziosi e in particolare l'oro che ha toccato i massimi storici sopra 2400\$ l'oncia, sostenuto dai costanti acquisti provenienti dalle principali economie emergenti del mondo, Cina in testa, finalizzati ad una maggiore diversificazione dei loro

investimenti esteri. Positivi anche i comparti più ciclici come l'energetico ed i metalli industriali, trainati dalla forza del quadro ciclico globale.

Riguardo la componente valutaria, nel corso del semestre il dollaro americano si è apprezzato rispetto all'euro di quasi il 4% alla luce di dati macroeconomici migliori e a causa delle tensioni politiche post elezioni europee. In generale, la Fed presenta attese meno "dovish" rispetto alla Bce.

L'asset allocation di inizio anno era costruita considerando uno scenario moderatamente positivo sui mercati con un'esposizione al mercato azionario di circa il 25% (equamente distribuita tra settore tecnologico, settore aurifero ed un paniere di titoli difensivi legati al settore militare, farmaceutico e alimentare) ed un portafoglio obbligazionario investito prevalentemente in titoli societari (circa 50% del Fondo) con una duration di circa 2.5 anni.

A fine gennaio l'esposizione azionaria è stata portata intorno al 30% e poi ridotta a fine primo trimestre intorno al 20% riducendo fortemente il peso del settore tecnologico viste le performance realizzate e le valutazioni raggiunte.

L'esposizione al settore aurifero, inizialmente intorno al 5% è stata dimezzata nel primo trimestre per consolidare il contributo alla performance. Nel secondo trimestre si è investito circa il 4% nel settore del lusso per questioni di valutazione a sconto rispetto alle medie storiche e sottoperformance relativa rispetto ai listini mondiali. Costante, ma inferiore al 5%, l'esposizione al mercato azionario cinese.

Nel secondo trimestre l'esposizione azionaria è stata mantenuta mediamente intorno al 25%. Nel portafoglio obbligazionario è stata ridotta la duration a circa 2 anni a fine primo trimestre liquidando alcune emissioni societarie a lunga scadenza ed etf tematici sfruttando una certa volatilità dei rendimenti e l'inversione delle curve che ha portato ad una sovraperformance delle parti lunghe; successivamente si è ulteriormente diversificato il portafoglio delle emissioni societarie privilegiando emissioni subordinate perpetue o ibridi.

Il peso della componente dei titoli societari è sceso intorno al 60% del portafoglio obbligazionario dato che è stata incrementata l'esposizione a titoli di stato a breve termine sia in euro sia in dollari per sfruttare gli importanti rendimenti monetari offerti.

L'esposizione valutaria è stata mantenuta tra il 25% ed il 30% e nel semestre è stato ridotto frazionalmente il peso del dollaro ed incrementato selettivamente quello delle valute emergenti.

I budget di rischio non sono stati pienamente sfruttati, sia relativamente all'esposizione azionaria sia relativamente alla durata finanziaria media del portafoglio obbligazionario.

La performance del Fondo nel semestre è stata ampiamente positiva e la valorizzazione di fine periodo è in prossimità dei valori massimi raggiunti nel semestre.

### **3. Prospettive di investimento in relazione all'andamento dei mercati finanziari**

La seconda metà del 2024 si preannuncia interessante per gli investitori, con un contesto di investimento guidato dai trend della disinflazione e dalla stabilizzazione dei tassi di interesse. Resteranno temi dominanti sia la politica, con le elezioni statunitensi, sia la geopolitica, e potrebbero tradursi in episodi di volatilità del mercato.

Il fatto che l'attesa recessione non si sia ancora manifestata non significa che sia definitivamente esclusa.

Nella seconda parte dell'anno rimarranno centrali le decisioni delle banche principali in materia di tassi di interesse, che saranno fortemente influenzate dai dati macroeconomici attesi nei prossimi mesi, soprattutto quelli riguardanti l'inflazione ed il mercato del lavoro.

I mercati azionari potrebbero continuare ad essere sostenute dalle stime di crescita degli utili aziendali che risultano a livello globale prossime al 10% sia per quest'anno che per il successivo.

Tuttavia, le valutazioni sono divenute meno attraenti, il mercato è sempre più concentrato su poche società e si ritiene ragionevole un atteggiamento più cauto ed orientato ad investimenti tattici piuttosto che strategici.

Si ritiene altresì possibile che le aziende che sinora hanno corso più delle altre potrebbero essere oggetto di prese di profitto, innescando una volatilità sempre crescente. Manteniamo una certa preferenza per alcuni settori difensivi come pubblica utilità ed health care o come il lusso per questioni di valutazioni assolute molto a sconto. Prosegue incessante l'interesse da parte degli investitori per l'intelligenza artificiale, ma ci vorrà tempo perché i progetti portino a un concreto incremento della produttività e alla creazione di nuovi modelli di business. In questo contesto ad avanzare saranno le tematiche riferibili alla digitalizzazione del comparto manifatturiero e alla demolizione delle catene di fornitura: sulla tecnologia occorrerà essere molto selettivi. A livello geografico manteniamo un atteggiamento positivo verso il mercato cinese, dove, nonostante la crisi dell'immobiliare, ci potrebbe un rinnovato interesse, con un focus sull'innovazione nei semiconduttori e processori.

Rimaniamo positivi sul comparto obbligazionario soprattutto sulla componente del debito pubblico a breve termine e sulle emissioni a spread, facendo sempre attenzione ad avere una adeguata diversificazione e dosando la componente di rischio (rating) a seconda del contesto di mercato.

Piuttosto neutrale la visione relativamente ai metalli preziosi dopo il rally del primo semestre; parimenti neutrale la visione circa l'esposizione ai cambi (euro-dollaro in primis), con una preferenza per alcune valute emergenti particolarmente penalizzate come INR e BRL.

#### 4. Determinanti del risultato di gestione

Il rendimento del Fondo Agoraflex Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di +3,65% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +4,16%.

I risultati sono positivi in assoluto e molto soddisfacenti in termini di efficienza considerando che la volatilità annualizzata del Fondo si è ridotta sensibilmente nel semestre passando da circa 4.5 a 3.5. Hanno contribuito positivamente, e sostanzialmente in misura equivalente nel loro insieme, sia la componente azionaria sia la componente obbligazionaria.

Particolarmente significativo il contributo del settore tecnologico e delle big cap americane come Nvidia, Apple, Amazon, Netflix, Broadcom, Microsoft e Meta; sottoperformanti il mercato cinese ed il settore del lusso. Molto buono anche il contributo dell'esposizione al settore minerario aurifero.

La componente obbligazionaria ha offerto ritorni assoluti molto positivi grazie alla duration contenuta.

L'esposizione ai titoli societari ha offerto un contributo superiore rispetto ai titoli di stato grazie al buon andamento degli spread di credito.

L'esposizione al dollaro ha offerto un contributo positivo mentre sostanzialmente nullo il contributo total return delle valute emergenti; la componente liquida di portafoglio ha generato interessi positivi.

Roma, 25 luglio 2024



Daniele Demartis  
RESPONSABILE AREA INVESTIMENTI