

Relazione semestrale al 30 giugno 2015 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Italia
Mediolanum Flessibile Globale

NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Signori Partecipanti,

nel primo semestre del 2015 l'andamento dei mercati finanziari è stato influenzato principalmente dalle aspettative e dai dati macroeconomici diffusi, dalle decisioni in materia di politica monetaria delle principali Banche Centrali e dall'evoluzione delle negoziazioni tra Grecia ed Istituzione creditrici, a ridosso di alcune importanti scadenze dei prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale.

Nel recente *World Economic Outlook Update* del FMI, la crescita mondiale attesa nel 2015 è stata rettificata a 3,3% (3,4% nel 2014) dalla precedente stima di 3,5%, con contributo in aumento dei Paesi industrializzati di 2,1% (1,8% nel 2014) dal precedente 2,4% e in calo dei Paesi Emergenti di 4,2% (4,6% nel 2014) dal precedente 4,3%. In particolare, la crescita nel 2015 è stimata negli Usa a 2,5% (2,4% nel 2014), nell'area euro a 1,5% (0,8% nel 2014), in Giappone a 0,8% (-0,1% nel 2014). Nel 2015, stiamo assistendo in Spagna alla conferma dell'uscita dalla recessione avvenuta nel 2014 (-1,2% nel 2013, +1,4% nel 2014, +3,1% dalla precedente stima di +2,5% nel 2015) e in Italia alla chiusura del rallentamento economico degli ultimi tre anni (-2,4% nel 2012, -1,7% nel 2013, -0,4% nel 2014 e +0,7% dalla precedente stima di 0,5% nel 2015); il prodotto interno lordo in Germania è atteso a 1,6% (+1,6% nel 2014) e in Francia a 1,2% (+0,2% nel 2014). Tra i principali mercati emergenti, la crescita dovrebbe rimanere elevata nei paesi asiatici (6,8% nel 2014 e 6,6% nel 2015), con una riduzione in Cina (7,4% nel 2014 e 6,8% nel 2015) e un incremento in India (7,3% nel 2014 e 7,5% nel 2015), negativa in Brasile (0,1% nel 2014 e -1,5% nel 2015) e in Russia (0,6% nel 2014 e -3,4% nel 2015); il Messico continuerà a beneficiare del miglioramento economico statunitense (2,1% nel 2014 e 2,4% nel 2015).

In occasione del meeting del 22 gennaio, la Banca Centrale Europea ha annunciato l'avvio di un massiccio programma di acquisto di titoli obbligazionari (*Quantitative Easing*), una misura non convenzionale di stimolo monetario volta ad arginare il rischio di deflazione e a rilanciare l'economia dell'Eurozona. Il cosiddetto *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), intrapreso a tutti gli effetti lunedì 9 marzo, si protrarrà almeno fino a settembre 2016 o, comunque, fino a quando l'inflazione di medio termine non sarà tornata su un livello prossimo al 2%; il programma prevede l'acquisto, sul mercato secondario, di titoli europei governativi o emessi da agenzie e istituzioni sovranazionali dotati di rating *investment grade* e scadenza compresa tra due e trent'anni. I titoli greci e ciprioti, in quanto *non-investment grade*, rimarranno pertanto esclusi dal PSPP, fintantoché i loro programmi di aggiustamento resteranno in fase di revisione e non sarà reinserita l'eccezione per l'eleggibilità di tali strumenti ai fini dell'utilizzo come garanzia presso la BCE. Nel meeting del 3 giugno, il Presidente Draghi ha evidenziato come l'economia europea stia mostrando negli ultimi mesi segnali di ripresa, sostenuta prevalentemente dalla domanda interna, e come la dinamica dei prezzi al consumo, dopo aver raggiunto un livello minimo ad inizio anno, abbia recuperato leggermente terreno: le stime di inflazione sono state riviste al rialzo per l'anno corrente (+0,3%), mentre sono rimaste immutate per i due anni successivi (+1,5% e +1,8%). Il miglioramento delle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo è stato verosimilmente tra i fattori che hanno portato, a partire dalla fine di aprile, ad una brusca correzione dei corsi dei titoli governativi europei, compresi quelli dei Paesi *core*, con conseguente incremento dei tassi d'interesse. Con riferimento a tale movimento di "riprezzamento", il Presidente Draghi ha citato diverse possibili spiegazioni, affermando in ogni caso la necessità di abituarsi a maggiori livelli di volatilità, a dispetto della quale il Consiglio Direttivo si è detto comunque determinato a mantenere stabile il proprio approccio di politica monetaria.

Negli Stati Uniti, terminato il terzo programma di *Quantitative Easing*, l'attenzione degli investitori è concentrata sulle tempistiche del futuro rialzo dei tassi sui *federal funds*. Nella riunione del 17 giugno, il FOMC ha lasciato invariati i tassi d'interesse tra 0% e 0,25%, in linea con le attese dagli analisti. Nel suo comunicato, l'istituto centrale ha dichiarato che l'attività economica è in

moderata espansione e che, rispetto alle previsioni iniziali, si prevede una maggiore gradualità nel rialzo dei tassi d'interesse e una più pacata crescita del prodotto interno lordo. I membri del Board sono concordi nel valutare l'economia statunitense sufficientemente robusta da sostenere potenzialmente un rialzo dei tassi entro la fine dell'anno, con un successivo percorso caratterizzato da un ritmo più moderato e meno intenso rispetto a quanto avvenuto in passato; la stessa Yellen ha affermato esplicitamente che la politica monetaria rimarrà "molto accomodante per diverso tempo dopo il rialzo iniziale". L'*Employment Report* pubblicato il 2 luglio non ha fornito uno scenario chiaro, con la creazione di nuovi posti di lavoro sotto le attese (seppur su livelli elevati), la discesa del tasso di disoccupazione accompagnata da un calo della partecipazione al mercato del lavoro e la mancata accelerazione dei salari orari.

Nella riunione di politica monetaria del 18 giugno, la Bank of Japan ha confermato lo stimolo monetario in essere, ovvero sia il piano d'acquisto di *asset* finanziari per un ammontare annuo di 80.000 miliardi di yen (circa 660 miliardi di dollari). Nel commentare lo stato dell'economia, si è fatto riferimento ad una ripresa moderata, caratterizzata da un incremento delle esportazioni, trainate al recupero dei Paesi avanzati, da un modesto aumento degli investimenti e da uno stabile andamento dei consumi privati a fronte di un miglioramento dell'occupazione. L'inflazione, escludendo l'effetto diretto dell'aumento della tassa sui consumi, rimane intorno allo 0%, mentre le aspettative di lungo periodo sono leggermente aumentate, fornendo un segnale positivo al fine del raggiungimento del target del 2%.

Il 15 gennaio la Banca Centrale Svizzera ha deciso di rimuovere il livello minimo a 1,20 sul cambio Euro/Franco Svizzero, fissato nel 2011 al fine di contrastare l'eccessivo apprezzamento della valuta svizzera, sfruttata dagli investitori come "bene rifugio", e proteggere così gli interessi economici nazionali evitando un crollo delle esportazioni. Contestualmente, per evitare un eccessivo effetto di stretta monetaria, ha abbassato il tasso di interesse sui depositi a vista oltre una certa entità di 0,5%, portandolo a -0,75%.

Nel secondo trimestre, il protrarsi delle tensioni relative alla questione greca ha continuato a comportare incertezza e volatilità sui mercati finanziari. Dopo la vittoria del partito di sinistra radicale Syriza alle elezioni parlamentari del 25 gennaio, era stata definita una bozza di accordo con le Istituzioni creditrici in occasione dell'Eurogruppo del 20 febbraio, che subordinava lo sblocco dell'ultima tranche del secondo piano di *bail-out* (pari a 7,2 miliardi di euro) all'impegno, da parte del governo greco, a definire una serie di riforme a favore del risanamento delle condizioni economiche del Paese. A tal proposito tuttavia, nonostante le varie occasioni di confronto succedutesi nel corso degli ultimi mesi tra gli esponenti del Governo greco e quelli di Commissione Europea, BCE e FMI, la questione ha assunto, nel corso del tempo, una rilevanza crescente, viste le ingenti scadenze dei prestiti pregressi in programma, specie nel mese di giugno a favore del Fondo Monetario Internazionale. In mancanza di un compromesso, e vista la carenza di fondi disponibili, si è stabilito di accorpate le quattro rate previste in un unico pagamento da assolversi il 30 giugno. La situazione delle banche greche si è fatta, altresì, via via più precaria, a causa dei crescenti deflussi di depositi che hanno reso vitale il ricorso al fondo di emergenza messo a disposizione dalla BCE ("ELA", *Emergency Liquidity Assistance*), il cui tetto massimo è stato di conseguenza ripetutamente innalzato negli ultimi mesi. In seguito al rifiuto da parte del Governo greco della proposta avanzata dai creditori il 26 giugno, il Primo Ministro Tsipras ha annunciato il lancio di un referendum tenutosi lo scorso 5 luglio, attraverso il quale il popolo greco è stato direttamente chiamato ad esprimersi sull'accettazione delle richieste dei creditori. Il risultato è stata una netta vittoria del "no" (con il 61% dei voti) e ha spiazzato i sondaggi, che prevedevano una sostanziale parità tra le due alternative. A partire dal 29 giugno, la Banca Centrale Greca ha introdotto controlli sui capitali (con disponibilità massima giornaliera di prelievo pari a 60 euro e limitazioni sui trasferimenti di denaro all'estero), onde evitare un'emorragia di depositi dal sistema bancario, e annunciato la chiusura temporanea delle banche, provocando gravi impatti sul tessuto economico greco, mentre la BCE ha stabilito di non alzare ulteriormente il massimale sull'ELA e di aumentare, invece, l'*haircut* applicato sui titoli portati a garanzia. Nonostante l'esito del referendum, vi è stata poi una ripresa delle negoziazioni in seguito ad una richiesta ufficiale avanzata dalla Grecia all'ESM per un nuovo piano di *bail-out* di tre anni, i cui dettagli sembrano, in attesa di una definitiva conclusione delle trattative, ricalcare in larga parte le proposte dei creditori del 26 giugno (recentemente respinte dallo stesso referendum).

A dispetto dei sondaggi, che indicavano una sostanziale parità tra i due partiti principali e, conseguentemente, l'impossibilità di raggiungere una maggioranza assoluta, l'esito delle elezioni generali in UK del 7 maggio ha favorito nuovamente il partito Conservatore, confermando David Cameron come Primo Ministro. Il risultato è stato interpretato come un segnale di stabilità da

parte dei mercati finanziari. Nel corso del tempo, l'attenzione degli investitori si potrà spostare sull'incertezza relativa all'esito del referendum proposto per il 2017 circa l'appartenenza del Regno Unito all'Unione Europea, che potrebbe comportare il rinvio di alcuni investimenti oltremanica di lungo periodo. Gli ultimi sondaggi suggeriscono un contenuto vantaggio del fronte favorevole alla permanenza nell'UE, ma con la maggioranza della popolazione ancora indecisa.

Dalla osservazione dei principali dati economici recentemente diffusi, emerge come la crescita negli USA nel primo trimestre del 2015 sia stata pari a -0,2% su base trimestrale (annualizzata), in linea con le attese degli analisti, ma inferiore alla rilevazione del trimestre precedente di +2,2%. Nell'area Euro, la crescita nello stesso periodo è risultata, secondo le stime preliminari, pari a +0,4% su base trimestrale (non annualizzata), in linea con le attese degli analisti e con la rilevazione del trimestre precedente. Nel dettaglio, il prodotto interno lordo è variato nella misura di +0,307% in Italia (da 0,010% del trimestre precedente), +0,3% in Germania (da +0,7%), +0,6% in Francia (da +0,1%), +0,9% in Spagna (da +0,7%), +0,4% in Portogallo (da +0,4%), +0,6% in Olanda (da +0,9%). In UK, la crescita nel primo trimestre è stata pari a +0,4%, in linea con le attese degli analisti, ma inferiore al trimestre precedente di +0,8%, mentre in Giappone, la rilevazione è stata di +1,0% su base trimestrale, superiore alle attese degli analisti di +0,7% e al trimestre precedente di +0,3%; l'economia cinese, infine, è cresciuta, nel primo trimestre del 2015, del +7,0% su base annua, minimo da sei anni, in linea con le attese degli analisti e inferiore al dato del trimestre precedente di 7,3%. Dal lato della produzione, nel primo semestre, l'indice diffuso dall'*Institute for Supply Management* (ISM) conferma, negli Stati Uniti, un livello superiore alla soglia di espansione di 50 sia nella produzione industriale (53,5 in giugno, 51,5 in marzo, 53,5 in gennaio) sia nei servizi (56,0 in giugno, 56,5 in marzo, 56,7 in gennaio). Anche nell'Eurozona, il *Purchasing Managers Index* (PMI) continua a segnalare la presenza di una fase espansiva del ciclo economico, sia nell'attività manifatturiera (52,5 in giugno, 52,2 in marzo, 51,0 in gennaio), sia nei servizi (54,4 in giugno, 54,2 in marzo, 52,7 in gennaio). In UK l'incremento dello stesso indice conferma l'espansione nell'attività manifatturiera (51,4 in giugno, 54,3 in marzo, 52,9 in gennaio). L'indice *Tankan Business Conditions Large Enterprises Manufacturing*, rilevato dalla Banca del Giappone, è salito da +12 nel primo trimestre a +15 nel secondo (+12 le attese); in Cina, l'indice PMI manifatturiero ufficiale (50,2 in giugno da 50,1 in marzo e 49,8 di gennaio) è tornato negli ultimi mesi sopra la soglia espansiva di 50, mentre l'indice PMI rilevato da HSBC (49,4 in giugno da 49,6 in marzo e 49,7 in gennaio) ha continuato ad attestarsi leggermente al di sotto di essa, confermando le attese degli analisti circa una crescita più contenuta rispetto a quanto registrato negli ultimi anni.

Volgendo l'attenzione al lato della domanda, le dinamiche occupazionali hanno rappresentato negli ultimi anni una delle principali criticità del ciclo economico internazionale, a causa degli effetti su fiducia e domanda dei consumatori, e sono tuttora oggetto di costante monitoraggio da parte di banche centrali, governi e operatori finanziari. In giugno, il tasso di disoccupazione negli USA è calato a 5,3% (da 5,5% di marzo e 5,7% di gennaio), confermando la riduzione in atto, ed è stato registrato l'ingresso di 223.000 unità lavorative (contro le 119.000 di marzo e le 201.000 di gennaio) nel settore non agricolo; la *Conference Board Consumer Confidence* (101,4 in giugno, 101,4 in marzo e 103,80 in gennaio) e la *Consumer Confidence* rilevata dalla Università del Michigan (96,1 in giugno, 90,7 in maggio, 95,9 in aprile, 93,0 in marzo, 95,4 in febbraio e 98,1 in gennaio) confermano un *sentiment* complessivamente positivo, frutto della ripresa economica in atto, in particolare del mercato del lavoro, e degli effetti della riduzione del prezzo del petrolio su capacità di spesa e risparmio delle famiglie.

Il tasso di disoccupazione nell'area Euro ha mostrato un trend di leggera discesa nella prima parte dell'anno, passando dall'11,3% di gennaio all'11,2% di marzo e all'11,1% di maggio. Nel dettaglio, la disoccupazione è stata in Italia del 12,4% (da 12,6% di marzo e 12,3% di gennaio) e in Germania, a giugno, del 6,4% (da 6,4% di marzo e 6,5% di gennaio). In Giappone, la disoccupazione in maggio è stata pari a 3,3%, da 3,4% di marzo e 3,6% di gennaio.

La trascorsa prolungata fase congiunturale negativa, l'attuale incerta espansione economica e il calo nei prezzi delle materie prime energetiche limitano le pressioni inflazionistiche in gran parte dei Paesi. In giugno, nell'area Euro, i prezzi al consumo su base annua sono stimati in crescita del +0,2% (da -0,1% di marzo e -0,6% di gennaio), mentre l'incremento della componente *core* (al netto delle spese alimentari e di energia) è stato di +0,8% (da +0,6% sia di marzo che di gennaio); in maggio, i prezzi alla produzione su base annua hanno subito una contrazione di -2,0% (da -2,3 di marzo e -3,5% di gennaio). L'inflazione in giugno è stata pari a +0,2% in Italia (da 0,0% di marzo e -0,5% di gennaio) e a 0,0% in Spagna (da -0,8% di marzo e -1,5% di gennaio). In UK, l'inflazione in maggio è stata pari a +0,1% da 0,0% di marzo e +0,3% di gennaio. In maggio, i prezzi al consumo su base annua negli USA sono rimasti stabili (0,0% da -0,2% di aprile) e l'incremento della componente *core* è stato di +1,7% (da +1,8%

di aprile); nello stesso mese, i prezzi alla produzione su base annua sono diminuiti del -1,1% (da -1,3% di aprile). In maggio, l'inflazione in Giappone cala a +0,5% (da +2,3% di marzo e 2,4% di gennaio), mentre in Cina a giugno si registra un +1,4% (invariata da marzo e in aumento dal +0,8% di gennaio).

Dal 1 gennaio al 30 giugno, le curve governative statunitense e tedesca hanno, nel primo trimestre, registrato una generalizzata riduzione dei rendimenti e, nel successivo trimestre, un "riprezzamento" su livelli superiori: negli USA, i tassi d'interesse sono passati da 0,66% di inizio anno a 0,56% del 31 marzo e 0,64% del 30 giugno sulla scadenza a due anni, e da 2,17% a 1,92% e 2,35% a dieci anni, mentre in Germania le variazioni sono state ancora più significative a seguito dell'avvio del QE (da -0,098% di inizio anno a -0,252% del 31 marzo e -0,227% del 30 giugno sulla scadenza a 2 anni, da 0,017% a -0,100% e 0,075% a 5 anni, da 0,541% a 0,180% e 0,754% a 10 anni, da 1,389% a 0,605% e 1,572% a 30 anni. Nel semestre, la curva governativa italiana ha registrato un andamento simmetrico: da 0,289% a 0,022% e 0,145% a 1 anno, da 0,534% a 0,195% e 0,439% a 2 anni, da 0,952% a 0,548% e 1,249% a 5 anni, da 1,890% a 1,242% e 2,334% a 10 anni, da 3,228% a 2,063% e 3,289% a 30 anni. Lo *spread* tra il debito italiano e tedesco è passato da 135 a 106 e 157 punti base sulla scadenza decennale e da 63 a 45 e 67 su quella biennale; il differenziale tra il debito spagnolo e tedesco è passato da 107 a 103 e 154 punti base sulla scadenza a dieci anni e da 50 a 30 e 66 punti base sulla scadenza a due anni. Nel secondo trimestre, le dinamiche dei rendimenti governativi dei paesi periferici dell'Eurozona sono state chiaramente influenzate dalla negativa evoluzione della crisi finanziaria greca.

Nel semestre, anche i mercati obbligazionari *high yield* ed emergenti hanno mostrato una riduzione iniziale e un successivo aumento dei rendimenti, ma con una volatilità più contenuta rispetto ai titoli di stato. I rendimenti sui mercati emergenti sono mediamente variati da 6,15% di inizio 2015 a 5,99% del 31 marzo e 6,205% del 30 giugno (indice JPMorgan Emerging Markets Bond Index EMBI Global Sovereign Yields, JPEGSOYD Index) e sui mercati *high yield* da 6,61% di inizio 2015 a 6,18% del 31 marzo e 6,57% del 30 giugno (indice Barclays US Corporate High Yield Yield To Worst, LF98YW Index).

L'Euribor a tre mesi è passato dalla quotazione di 0,078% del 31 dicembre alla quotazione di 0,019% del 31 marzo e di -0,14% del 30 giugno, mentre il Libor USA a tre mesi è passato dalla quotazione di 0,25560% del 31 dicembre alla quotazione di 0,27075% del 31 marzo e di 0,28320% del 30 giugno.

Da inizio anno al 30 giugno, negli USA lo S&P500 ed il Nasdaq Composite hanno registrato rispettivamente una performance positiva di +0,2% e di +5,3%; nel medesimo periodo, le borse europee hanno mediamente beneficiato di una significativa variazione positiva nella misura di +11,3%. In particolare, il listino tedesco (DAX +11,6%), italiano (FTSEMIB +18,1%), francese (CAC40 +12,1%) e olandese (AEX +11,3%) hanno sovraperformato il mercato svedese (OMX30 +5,3%), spagnolo (IBEX35 +4,8%), inglese (FTSE -0,69%) e svizzero (SMI -2,25%). Le borse emergenti hanno mediamente realizzato un risultato marginalmente positivo pari a +1,7% (indice MSCI EM in dollari), mentre le quotazioni alla borsa di Tokyo hanno registrato un significativo miglioramento (Nikkei225 +16,0%). Nel corso del secondo trimestre, negli USA lo S&P500 (-0,2%) ed il Nasdaq Composite (+1,75%) hanno sovraperformato le borse europee, che hanno mediamente sofferto una variazione negativa nella misura di -4,0%. Nel dettaglio, l'indice tedesco DAX ha sofferto una correzione di -8,5%, l'italiano FTSEMIB di -3,0%, il francese CAC40 di -4,8%, l'olandese AEX di -3,4%, lo svedese OMX30 di -7,6%, lo spagnolo IBEX35 di -6,5%, l'inglese FTSE di -3,7% e lo svizzero SMI di -3,8%. Nella secondo trimestre, le borse emergenti hanno realizzato un risultato negativo pari a -0,2%, mentre la borsa giapponese ha confermato il positivo trend della prima parte dell'anno (+5,4%).

Nel primo trimestre, il differenziale economico tra le due aree geografiche (specie sul fronte dell'occupazione) e le divergenti politiche monetarie di Banca Centrale Europea e Federal Reserve sono stati all'origine del significativo rafforzamento del dollaro statunitense verso la moneta unica (da 1,2098 del 31 dicembre a 1,0731 del 31 marzo). In particolare, l'accelerazione del rafforzamento a cui abbiamo assistito negli ultimi mesi ha incorporato prima le aspettative e poi la conferma circa l'attuazione del *Quantitative Easing* da parte della Banca Centrale Europea e le speculazioni sul timing del primo rialzo del *target* sui *federal funds rates* negli USA. Nel secondo trimestre, la quotazione del dollaro ha mostrato una relativa maggiore stabilità (1,1147 del 30 giugno).

Nonostante la volatilità dettata dall'incertezza precedente l'esito delle elezioni generali nel Regno Unito del 7 maggio e del referendum proposto per il 2017 circa l'appartenenza inglese all'Unione Europea, la sterlina contro euro ha mostrato da inizio 2015 un sostanziale progressivo rafforzamento, passando dalla quotazione di 0,77652 del 31 dicembre 2014 a quella di 0,72430 del 31 marzo e di 0,70961 del 30 giugno.

Lo yen è tornato a rafforzarsi contro la moneta unica, dalla quotazione di 144,85 del 31 dicembre a 136,54 del 30 giugno, mentre si è indebolito contro dollaro, da 119,78 del 31 dicembre a 122,50 del 30 giugno.

A seguito dell'inaspettata decisione, adottata il 15 gennaio, della Banca Centrale Svizzera di rimuovere il livello minimo di 1,20 sul cambio del franco contro euro, quest'ultimo ha subito un rapido e notevole deprezzamento e, dopo un periodo di elevata volatilità, ha chiuso il semestre a quota 1,04184.

Nel primo semestre dell'anno, il Brent (*Bloomberg European Dated Brent Forties Oseberg Ekofisk Price*, EUCRBRDT Index) è passato dalla quotazione di 55,76 di inizio 2015 a quella di 53,34 dollari del 31 marzo e di 61,36 del 30 giugno, mostrando una relativa stabilità dopo la storica correzione registrata nel 2014 (110,82 dollari al 31 dicembre 2013). L'oro (*Gold Spot Price*, GOLDS Comdy) è passato dalla quotazione di 1.184,86 dollari per un'oncia di inizio 2015 a 1.183,68 del 31 marzo e a 1.172,35 del 30 giugno, mostrando una sostanziale stabilità nel secondo trimestre.

Fiscalità

Il comma 12 dell'art. 3 del Decreto legge 66 del 24 aprile 2014 prevede che sui redditi di capitale di cui all'art. 44, comma 1 lettera g) del TUIR e sui redditi diversi di natura finanziaria di cui all'art. 67 comma 1 lettera c-ter) del TUIR derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio mobiliari e immobiliari, l'aliquota del 26% si applica sui proventi di ogni tipo realizzati a decorrere dal 1 luglio 2014.

Pertanto, a decorrere dal 1° luglio 2014, le ritenute sui proventi derivanti dalla partecipazione a OICR italiani sono applicate nella misura del 26%. Per i proventi periodici si applica la regola generale dell'esigibilità e pertanto la nuova aliquota si applica sui proventi messi in pagamento dal 1° luglio a prescindere dalla data della delibera di distribuzione.

Riguardo alla determinazione dei proventi percepiti in sede di rimborso, liquidazione e cessione delle quote e azioni, per effetto delle modifiche apportate dagli articoli da 9 a 14 del d.lgs n.44 del 4 marzo 2014, sono state semplificate le modalità di determinazione della base imponibile dei predetti redditi. In particolare ai fini della determinazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR, si fa ora riferimento ai valori di acquisto e vendita effettivi e non più ai valori indicati nei prospetti periodici.

Inoltre il decreto legge n.66/2014 disciplina il regime transitorio che deve essere applicato sui proventi realizzati a decorrere dal 1° luglio, stabilendo che su tali proventi se riferibili ad importi maturati fino al 30 giugno 2014, continua ad applicarsi l'aliquota del 20%. Ai fini dell'individuazione dei proventi maturati al 30 giugno 2014, cui è riconosciuta l'applicazione dell'aliquota del 20% occorre verificare la riconducibilità degli stessi al numero di quote e azioni possedute a tale data, in quanto l'aliquota previgente è riconosciuta limitatamente al numero di quote pari a quelle possedute alla data del 30 giugno 2014 e fino a concorrenza dell'ammontare dei proventi maturato alla medesima data.

Per espressa previsione normativa, la nuova aliquota del 26% non si applica sugli interessi, premi e ogni altro provento che costituisce reddito di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria derivanti da obbligazioni e altri titoli di Stato italiani ed equiparati italiani e emesse da Stati inclusi nella c.d. "white list" di cui all'art. 168-bis, comma 1 del D.P.R. 917/86, i cui proventi restano imponibili al 12,50%.

Il legislatore ha inteso garantire il mantenimento dell'aliquota agevolata del 12,5% prevista per i titoli pubblici ed equiparati italiani e esteri sia nel caso di investimento diretto, sia qualora l'investimento nei suddetti titoli avvenga in forma indiretta (segnatamente, investimenti in fondi comuni di diritto italiano ed estero, in contratti assicurativi, nelle gestioni patrimoniali in titoli).

La ritenuta del 26% si applica sia sui proventi distribuiti in costanza di partecipazione ai fondi comuni che su quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote medesime.

Non è, tuttavia, prevista l'applicazione di due distinte aliquote, ma è la base imponibile che viene ridotta utilizzando un criterio forfettario di tipo patrimoniale. In particolare l'aliquota del 26% è applicata ad una base imponibile che dovrà essere ridotta al

48,08% per la quota di proventi riferibili ai titoli pubblici ed equiparati, al fine di assicurare che i redditi di capitale e diversi derivanti dai predetti titoli vengano tassati nella misura del 12,50%.

In altri termini significa applicare al reddito derivante dall'investimento in titoli pubblici ed equiparati l'aliquota del 12,5% ($48,08\% \times 20\% = 12,5\%$).

Per ogni fondo o comparto di fondo, ogni semestre, viene determinata la percentuale media dell'attivo investita direttamente o indirettamente, attraverso altri OICR, in titoli pubblici ed equiparati.

Tale percentuale media deve essere rilevata sulla base degli ultimi due prospetti redatti entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, pertanto la percentuale media varia ogni semestre solare.

Si riporta di seguito la percentuale media dell'attivo in "white list ed equiparati", relativa ai documenti contabili semestrali redatti al 30/06/2014 e 30/12/2014, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2015 - 30/12/2015.

	Percentuale white list ed equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Italia	0,00%	26,00%
Mediolanum Flessibile Globale	0,20%	25,97%

Eventi successivi alla chiusura del periodo

Nessun evento di rilievo si è verificato successivamente alla chiusura del periodo.

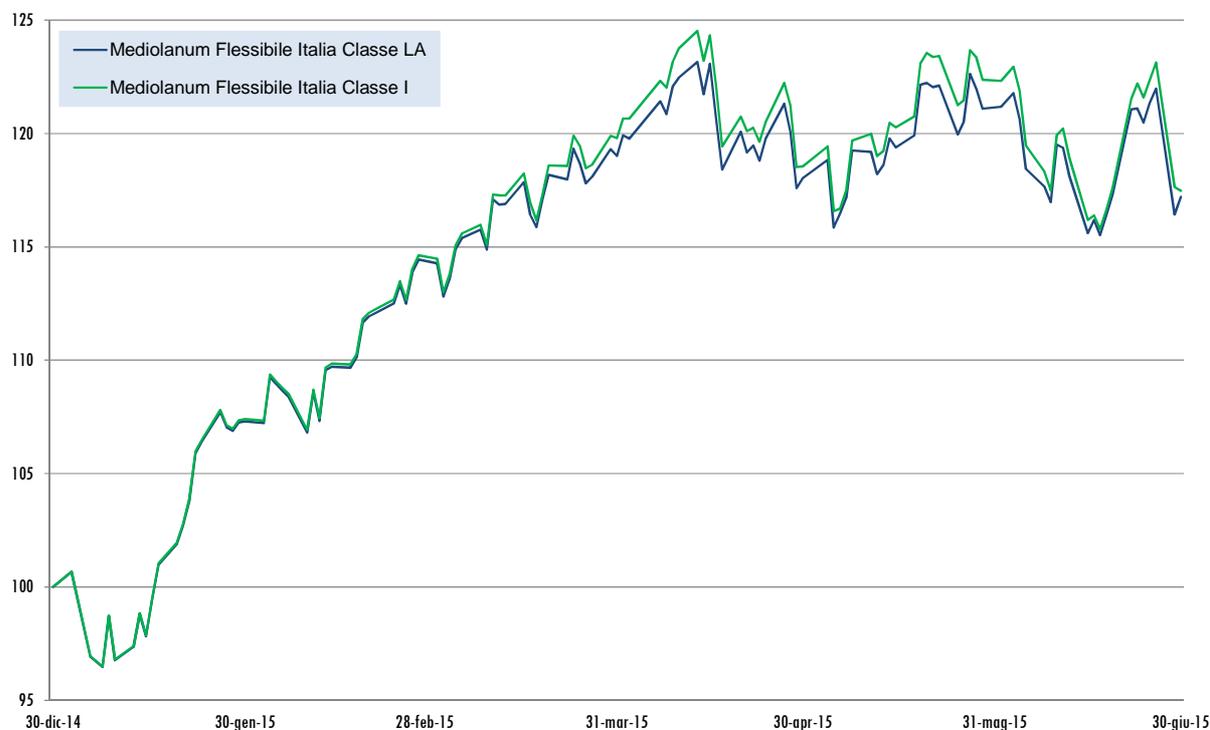
Mediolanum Flessibile Italia

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una performance positiva (17,20% per la classe LA e 17,47% per la classe I), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento difforme della classe LA e della classe I è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni di gestione previste dal regolamento del fondo.

Andamento del valore della quota nel 1° semestre 2015



Benchmark

La natura flessibile del Fondo e lo stile di gestione adottato non consentono di individuare un benchmark rappresentativo della politica di investimento adottata.

Evoluzione prevedibile della gestione

Sia negli USA che in UK, le condizioni economiche stanno progressivamente migliorando: entrambi i Paesi si accingono ad alzare i tassi di riferimento dopo cinque anni di espansione monetaria; al contrario, BCE e BOJ intendono mantenere i tassi sui minimi ed aumentare gli acquisti di attivi emessi dal settore pubblico e privato, in attesa di una definitiva ripartenza dell'attività economica. Negli USA, il rialzo dei tassi di interesse è atteso graduale, anche perché l'economia statunitense è nella fase intermedia del ciclo, più che in quella finale; la spesa per investimenti e gli acquisti di beni durevoli rimangono su livelli contenuti, l'eccesso di capacità produttiva è ampio e il rafforzamento del dollaro e la debolezza del petrolio riducono ulteriormente i rischi inflattivi. Storicamente, le piazze azionarie si sono apprezzate quando il rialzo dei tassi di riferimento è stato contestuale ad un rafforzamento dell'attività economica con l'inflazione sotto controllo. Nell'Eurozona, in linea con le attese anticipate dal mercato e dagli analisti finanziari, la Banca Centrale Europea ha superato le resistenze tedesche e, a partire dal 9 marzo, intrapreso un programma di *Quantitative Easing*. I mercati finanziari obbligazionari e valutari hanno già "prezzato" e incorporato il programma di acquisti da parte della BCE, ma il suo impatto economico effettivo deve ancora essere pienamente osservato e misurato. Il problema della bassa crescita in Europa è, infatti, più di natura strutturale che ciclica. In Giappone, nell'ottobre del 2014 la Bank of Japan ha comunicato un piano ancora più aggressivo del precedente di acquisti finanziari, che ricomprende titoli di natura pubblica e privata. I recenti dati mostrano l'uscita progressiva da un contesto di deflazione da parte del Giappone, ma anche la contestuale difficoltà di conseguire una stabile crescita positiva. In assenza di una inversione economica definitiva, il consensus degli analisti sconta un ulteriore *easing* della BOJ nei prossimi mesi. In Cina, le autorità hanno un'ampia gamma di strumenti di natura monetaria e fiscale per gestire l'attuale fase di transizione, grazie al contenuto deficit pubblico, al limitato indebitamento del governo centrale e alle ampie riserve della banca centrale. Le maggiori criticità sono legate alla stabilità del sistema finanziario e alla progressiva, anche se contenuta, riduzione della crescita complessiva.

Nel *World Economic Outlook* di aprile, il Fondo Monetario Internazionale torna a rappresentare la complessità delle forze macroeconomiche in atto e a evidenziare come gli effetti della crisi finanziaria internazionale, e dell'area euro in particolare, siano ancora visibili in molti Paesi. Sistemi bancari deboli ed elevati livelli di debito pubblico continuano ad incidere su consumi e crescita; a loro volta, i contenuti tassi di crescita rallentano il processo di *de-leveraging*. Nelle economie avanzate, il potenziale di crescita era in declino già prima della crisi; la recente fase di rallentamento economico ha comportato una significativa riduzione degli investimenti, indebolendo la produttività. Anche nelle economie emergenti, un insieme di fattori, quali invecchiamento della popolazione, freni strutturali alla crescita di capitale e un'espansione più lenta dell'output, possono comportare un rallentamento del potenziale di crescita nei prossimi anni. Al fine di migliorare il potenziale di crescita, il FMI torna a sottolineare l'esigenza di riforme strutturali.

Lo scenario economico continua ad essere dominato da due dinamiche con importanti implicazioni distributive: il calo del prezzo del petrolio e gli ampi movimenti dei tassi di cambio. Storicamente, quando il crollo della quotazione del petrolio ha avuto origine da un aumento della produzione contestuale ad una maggiore efficienza del mercato petrolifero, i listini azionari hanno registrato andamenti positivi; al contrario, in presenza di una riduzione della domanda generata da un rallentamento economico, le performance sono state necessariamente deludenti. L'attuale correzione sembra maggiormente riconducibile al primo scenario di eccesso di produzione e aumento dell'efficienza in una fase di crescita, con un potenziale impatto positivo sui mercati azionari. La riduzione del prezzo del petrolio di lungo periodo sta interessando una vasta riallocazione del reddito reale dagli esportatori di petrolio a favore degli importatori di petrolio: una favorevole dinamica dei prezzi delle materie prime rappresenta un ulteriore impulso alla ripresa per i paesi importatori, in primo luogo Eurozona, Giappone e Cina. I differenziali di crescita economica e di politica monetaria in essere tra USA, Eurozona e Giappone hanno comportato un riallineamento degli equilibri valutari, anche con un incremento della volatilità delle quotazioni: il dollaro ha beneficiato del più ampio apprezzamento, mentre l'euro e lo yen hanno sofferto una significativa debolezza. In un contesto economico internazionale in cui Eurozona e Giappone erano a rischio di una nuova fase di debolezza, il deprezzamento dell'euro e dello yen ha fornito un aiuto determinante; al contrario, gli USA sono in

grado di compensare i negativi effetti economici del rafforzamento della divisa domestica, nonostante il tasso di crescita negativo rilevato nel primo trimestre (-0,2%). Al pari del recente andamento del mercato petrolifero, l'aggiustamento dei tassi di cambio può essere, pertanto, qualificato quale un evento complessivamente favorevole per l'economia mondiale.

In sintesi, la complessità del quadro economico e la dispersione dei tassi di crescita sono la naturale conseguenza della non uniforme distribuzione geografica degli effetti della crisi finanziaria internazionale, dei divergenti potenziali di crescita, degli opposti effetti della riduzione del prezzo del petrolio tra settori produttivi e tra Paesi importatori ed esportatori, dell'aumento della volatilità valutaria e della diversa correlazione delle singole divise nazionali all'andamento di dollaro, euro o yen. In linea con il consenso degli analisti, lo scenario di base atteso nel 2015 dal FMI prevede le economie avanzate in ulteriore miglioramento e i paesi emergenti a basso reddito in rallentamento, con la crescita globale sostanzialmente in linea con l'andamento dello scorso anno. I rischi macroeconomici sono, invece, in diminuzione. In particolare, nell'Eurozona si assiste ad un ridimensionamento dei rischi di recessione e deflazione; al contrario, aumentano i rischi internazionali di natura finanziaria e geopolitica. La volatilità di tassi di cambio e prezzi di materie prime, i rischi di *currency wars* e la crisi finanziaria greca destabilizzano i mercati finanziari e riducono il potenziale di crescita; permangono le tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente, anche se finora senza implicazioni sistemiche. Con la partenza del programma di *quantitative easing* nella zona euro, nelle economie avanzate la politica monetaria ha utilizzato i principali strumenti disponibili; sul fronte delle politiche fiscali, in molti Paesi i margini per ulteriori interventi di natura espansiva sono limitati dalla dimensioni dei debiti pubblici nazionali.

Nei prossimi trimestri, il contenuto dei dati macroeconomici, la qualità delle riforme economiche e delle politiche fiscali dei governi e le tempistiche nell'adozione delle politiche monetarie da parte delle banche centrali saranno ancora i principali drivers dei mercati e delle scelte gestionali.

Nel corso dell'intero 2015, la performance dei mercati finanziari e, conseguentemente, della gestione potrà beneficiare e riflettere il miglioramento del quadro economico generale, la qualità delle politiche fiscali dei governi e la corretta tempestività delle politiche monetarie delle banche centrali.

Elenco dei primi cinquanta strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di controvalore:

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
INTESA SANPAOLO	16.000.000	52.031.997	7,85%
ENI SPA	3.050.000	48.556.000	7,32%
UNICREDIT SPA	5.500.000	33.137.500	5,00%
ENEL SPA	8.012.500	32.562.800	4,91%
ASSICURAZIONI GENERALI	1.550.000	25.048.000	3,78%
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	1.500.000	19.710.000	2,97%
TELECOM ITALIA SPA	17.000.000	19.346.000	2,92%
LUXOTTICA GROUP SPA	270.000	16.105.500	2,43%
EXOR SPA	326.612	13.985.526	2,11%
BANCO POPOLARE SC	850.000	12.546.000	1,89%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO SPA	2.732.055	12.458.171	1,88%
BANCA POPOLARE DI MILANO	13.000.000	12.298.000	1,86%
UNIPOLSAI	4.676.598	10.391.401	1,57%
FINMECCANICA SPA	876.471	9.886.593	1,49%
MEDIOBANCA SPA	1.045.000	9.190.775	1,39%
TENARIS SA	750.000	9.060.000	1,37%
TOD S SPA	105.000	8.946.000	1,35%
ATLANTIA SPA	400.000	8.864.000	1,34%
MEDIASET SPA	1.900.000	8.192.800	1,24%
UBI BANCA SCPA	1.050.000	7.554.750	1,14%
BTP 13/09.28 4.75%	6.000.000	7.332.600	1,11%
ENEL GREEN POWER SPA	4.128.722	7.237.650	1,09%
MEDIOLANUM SPA	968.500	7.166.900	1,08%
PRYSMIAN SPA	365.000	7.073.700	1,07%
A2A SPA	6.500.000	6.955.000	1,05%
SARAS SPA	4.365.000	6.949.080	1,05%
STMICROELECTRONICS NV	800.000	5.872.000	0,89%
MONCLER SPA	340.000	5.650.800	0,85%
BANCA POPOL EMILIA ROMAGNA	665.000	5.320.000	0,80%
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA SPA	3.000.000	5.238.000	0,79%
FINECOBANK BANCA FINECO SPA	775.000	5.149.875	0,78%
HERA SPA	2.130.000	4.779.720	0,72%
TELECOM ITALIA RSP	5.009.633	4.586.319	0,69%
SNAM SPA	1.051.580	4.488.143	0,68%
BTP 05/03.32 1.65%	5.000.000	4.337.500	0,65%
MARR SPA	251.724	4.002.412	0,60%
BANCA CARIGE SPA	2.380.000	3.998.400	0,60%
RECORDATI SPA	208.053	3.913.477	0,59%
RCS MEDIAGROUP SPA	3.433.807	3.890.503	0,59%
BANCA GENERALI SPA	120.000	3.789.600	0,57%
YOOX SPA	130.000	3.772.600	0,57%
SALINI IMPREGILO SPA	919.700	3.770.770	0,57%
DAVIDE CAMPARI MILANO SPA	550.000	3.753.750	0,57%
ANIMA HLDG ORD	443.750	3.496.750	0,53%
SAFILO GROUP SPA	263.518	3.404.653	0,51%
UNICREDIT SPA 14/04.49 FR	3.691.000	3.246.437	0,49%
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	2.700.000	3.213.000	0,49%
CERVED INFORMATION SOLUTIONS	450.000	3.105.000	0,47%
BUZZI UNICEM SPA	242.385	3.095.256	0,47%
FINCANTIERI CANTIERI NAVALI	4.544.773	3.094.990	0,47%

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2015		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	611.980.912	92,4	501.551.450	96,2
A1. Titoli di debito	28.242.919	4,3	27.622.577	5,3
A1.1 titoli di Stato	11.670.100	1,8		
A1.2 altri	16.572.819	2,5	27.622.577	5,3
A2. Titoli di capitale	583.737.993	88,1	473.928.873	90,9
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	2.830.049	0,4	2.077.613	0,4
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	2.830.049	0,4	2.077.613	0,4
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
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				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	47.827.402	7,2	17.164.910	3,3
F1. Liquidità disponibile	48.022.312	7,3	18.202.700	3,5
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	908.775	0,1		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.103.685	-0,2	-1.037.790	-0,2
G. ALTRE ATTIVITÀ	302.470	0,0	355.614	0,1
G1. Ratei attivi	283.096	0,0	334.651	0,1
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	19.374	0,0	20.963	0,0
TOTALE ATTIVITÀ	662.940.833	100,0	521.149.587	100,0

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	450.183	66.178
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	450.183	66.178
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	15.159.505	402.176
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	15.127.873	361.388
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	31.632	40.788
TOTALE PASSIVITÀ	15.609.688	468.354
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	647.331.145	520.681.233
LA Numero delle quote in circolazione	25.156.949,041	24.573.119,386
I Numero delle quote in circolazione	3.112.166,370	2.075.008,858
LA Valore complessivo netto della classe	576.544.169	480.504.008
I Valore complessivo netto della classe	70.786.976	40.177.225
LA Valore unitario delle quote	22,918	19,554
I Valore unitario delle quote	22,745	19,362

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	3.449.909,438
Quote rimborsate	2.866.079,783

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.348.223,874
Quote rimborsate	311.066,362

Mediolanum Flessibile Globale

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una performance positiva (8,27% per la classe LA e 8,42% per la classe I), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento difforme della classe LA e della classe I è riconducibile esclusivamente alla diversa incidenza delle commissioni di gestione previste dal regolamento del fondo.

Andamento del valore della quota nel 1° semestre 2015



Benchmark

La natura flessibile del Fondo e lo stile di gestione adottato non consentono di individuare un benchmark rappresentativo della politica di investimento adottata.

Evoluzione prevedibile della gestione

Sia negli USA che in UK, le condizioni economiche stanno progressivamente migliorando: entrambi i Paesi si accingono ad alzare i tassi di riferimento dopo cinque anni di espansione monetaria; al contrario, BCE e BOJ intendono mantenere i tassi sui minimi ed aumentare gli acquisti di attivi emessi dal settore pubblico e privato, in attesa di una definitiva ripartenza dell'attività economica. Negli USA, il rialzo dei tassi di interesse è atteso graduale, anche perché l'economia statunitense è nella fase intermedia del ciclo, più che in quella finale; la spesa per investimenti e gli acquisti di beni durevoli rimangono su livelli contenuti, l'eccesso di capacità produttiva è ampio e il rafforzamento del dollaro e la debolezza del petrolio riducono ulteriormente i rischi inflattivi. Storicamente, le piazze azionarie si sono apprezzate quando il rialzo dei tassi di riferimento è stato contestuale ad un rafforzamento dell'attività economica con l'inflazione sotto controllo. Nell'Eurozona, in linea con le attese anticipate dal mercato e dagli analisti finanziari, la Banca Centrale Europea ha superato le resistenze tedesche e, a partire dal 9 marzo, intrapreso un programma di *Quantitative Easing*. I mercati finanziari obbligazionari e valutari hanno già "prezzato" e incorporato il programma di acquisti da parte della BCE, ma il suo impatto economico effettivo deve ancora essere pienamente osservato e misurato. Il problema della bassa crescita in Europa è, infatti, più di natura strutturale che ciclica. In Giappone, nell'ottobre del 2014 la Bank of Japan ha comunicato un piano ancora più aggressivo del precedente di acquisti finanziari, che ricomprende titoli di natura pubblica e privata. I recenti dati mostrano l'uscita progressiva da un contesto di deflazione da parte del Giappone, ma anche la contestuale difficoltà di conseguire una stabile crescita positiva. In assenza di una inversione economica definitiva, il consensus degli analisti sconta un ulteriore *easing* della BOJ nei prossimi mesi. In Cina, le autorità hanno un'ampia gamma di strumenti di natura monetaria e fiscale per gestire l'attuale fase di transizione, grazie al contenuto deficit pubblico, al limitato indebitamento del governo centrale e alle ampie riserve della banca centrale. Le maggiori criticità sono legate alla stabilità del sistema finanziario e alla progressiva, anche se contenuta, riduzione della crescita complessiva.

Nel *World Economic Outlook* di aprile, il Fondo Monetario Internazionale torna a rappresentare la complessità delle forze macroeconomiche in atto e a evidenziare come gli effetti della crisi finanziaria internazionale, e dell'area euro in particolare, siano ancora visibili in molti Paesi. Sistemi bancari deboli ed elevati livelli di debito pubblico continuano ad incidere su consumi e crescita; a loro volta, i contenuti tassi di crescita rallentano il processo di *de-leveraging*. Nelle economie avanzate, il potenziale di crescita era in declino già prima della crisi; la recente fase di rallentamento economico ha comportato una significativa riduzione degli investimenti, indebolendo la produttività. Anche nelle economie emergenti, un insieme di fattori, quali invecchiamento della popolazione, freni strutturali alla crescita di capitale e un'espansione più lenta dell'output, possono comportare un rallentamento del potenziale di crescita nei prossimi anni. Al fine di migliorare il potenziale di crescita, il FMI torna a sottolineare l'esigenza di riforme strutturali.

Lo scenario economico continua ad essere dominato da due dinamiche con importanti implicazioni distributive: il calo del prezzo del petrolio e gli ampi movimenti dei tassi di cambio. Storicamente, quando il crollo della quotazione del petrolio ha avuto origine da un aumento della produzione contestuale ad una maggiore efficienza del mercato petrolifero, i listini azionari hanno registrato andamenti positivi; al contrario, in presenza di una riduzione della domanda generata da un rallentamento economico, le performance sono state necessariamente deludenti. L'attuale correzione sembra maggiormente riconducibile al primo scenario di eccesso di produzione e aumento dell'efficienza in una fase di crescita, con un potenziale impatto positivo sui mercati azionari. La riduzione del prezzo del petrolio di lungo periodo sta interessando una vasta riallocazione del reddito reale dagli esportatori di petrolio a favore degli importatori di petrolio: una favorevole dinamica dei prezzi delle materie prime rappresenta un ulteriore impulso alla ripresa per i paesi importatori, in primo luogo Eurozona, Giappone e Cina. I differenziali di crescita economica e di politica monetaria in essere tra USA, Eurozona e Giappone hanno comportato un riallineamento degli equilibri valutari, anche con un incremento della volatilità delle quotazioni: il dollaro ha beneficiato del più ampio apprezzamento, mentre l'euro e lo yen hanno sofferto una significativa debolezza. In un contesto economico internazionale in cui Eurozona e Giappone erano a rischio di una nuova fase di debolezza, il deprezzamento dell'euro e dello yen ha fornito un aiuto determinante; al contrario, gli USA sono in grado di compensare i negativi effetti economici del rafforzamento della divisa domestica, nonostante il tasso di crescita negativo

rilevato nel primo trimestre (-0,2%). Al pari del recente andamento del mercato petrolifero, l'aggiustamento dei tassi di cambio può essere, pertanto, qualificato quale un evento complessivamente favorevole per l'economia mondiale.

In sintesi, la complessità del quadro economico e la dispersione dei tassi di crescita sono la naturale conseguenza della non uniforme distribuzione geografica degli effetti della crisi finanziaria internazionale, dei divergenti potenziali di crescita, degli opposti effetti della riduzione del prezzo del petrolio tra settori produttivi e tra Paesi importatori ed esportatori, dell'aumento della volatilità valutaria e della diversa correlazione delle singole divise nazionali all'andamento di dollaro, euro o yen. In linea con il consenso degli analisti, lo scenario di base atteso nel 2015 dal FMI prevede le economie avanzate in ulteriore miglioramento e i paesi emergenti a basso reddito in rallentamento, con la crescita globale sostanzialmente in linea con l'andamento dello scorso anno. I rischi macroeconomici sono, invece, in diminuzione. In particolare, nell'Eurozona si assiste ad un ridimensionamento dei rischi di recessione e deflazione; al contrario, aumentano i rischi internazionali di natura finanziaria e geopolitica. La volatilità di tassi di cambio e prezzi di materie prime, i rischi di *currency wars* e la crisi finanziaria greca destabilizzano i mercati finanziari e riducono il potenziale di crescita; permangono le tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente, anche se finora senza implicazioni sistemiche. Con la partenza del programma di *quantitative easing* nella zona euro, nelle economie avanzate la politica monetaria ha utilizzato i principali strumenti disponibili; sul fronte delle politiche fiscali, in molti Paesi i margini per ulteriori interventi di natura espansiva sono limitati dalla dimensioni dei debiti pubblici nazionali.

Nei prossimi trimestri, il contenuto dei dati macroeconomici, la qualità delle riforme economiche e delle politiche fiscali dei governi e le tempistiche nell'adozione delle politiche monetarie da parte delle banche centrali saranno ancora i principali drivers dei mercati e delle scelte gestionali.

Nel corso dell'intero 2015, la performance dei mercati finanziari e, conseguentemente, della gestione potrà beneficiare e riflettere il miglioramento del quadro economico generale, la qualità delle politiche fiscali dei governi e la corretta tempestività delle politiche monetarie delle banche centrali.

Elenco dei primi cinquanta strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di controvalore:

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
CHALLENGE EMERGING MKTS-LA	2.494.955,603843	21.618.790	5,43%
LYXOR ETF MSCI EMER MKTS-A	750.000	6.798.750	1,71%
LYXOR ETF MSCI INDIA	450.000	6.655.500	1,67%
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	934.100	6.027.774	1,51%
RESONA HOLDINGS INC	1.200.000	5.883.860	1,48%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	139.400	5.581.559	1,40%
T+D HOLDINGS INC	400.000	5.354.298	1,34%
APPLE INC	46.559	5.241.126	1,32%
SMC CORP	18.000	4.867.057	1,22%
KEYENCE CORP	9.400	4.554.556	1,14%
SHIONOGI & CO	130.000	4.524.382	1,14%
ENI SPA	275.586	4.387.329	1,10%
ALIBABA GROUP HLDG LTD	58.000	4.282.589	1,08%
OBAYASHI CORP	650.000	4.257.400	1,07%
ASSICURAZIONI GENERALI	250.000	4.040.000	1,01%
KUBOTA CORP	270.000	3.844.863	0,97%
TEVA PHARMACEUTICAL SP ADR	70.000	3.712.978	0,93%
RIO TINTO PLC	91.591	3.379.413	0,85%
BIC CAMERA INC	293.800	3.322.889	0,83%
CONSTELLATION BRANDS INC-A	30.000	3.123.856	0,78%
EXXON MOBIL CORP	37.755	2.819.257	0,71%
YAHOO INC	79.893	2.817.265	0,71%
UNICREDIT SPA 14/04.49 FR	3.190.000	2.805.780	0,70%
T MOBILE US INC	75.000	2.609.720	0,66%
MICROSOFT CORP	64.748	2.565.630	0,64%
UNICREDIT SPA	425.267	2.562.234	0,64%
DEUTSCHE BANK AG REGISTERED	85.000	2.290.750	0,58%
JOHNSON + JOHNSON	25.010	2.187.646	0,55%
GENERAL ELECTRIC CO	89.129	2.125.433	0,53%
JPMORGAN CHASE + CO	32.623	1.983.966	0,50%
NOVARTIS AG REG	22.140	1.959.329	0,49%
ING GROEP NV CVA	123.952	1.835.729	0,46%
HERA SPA	803.808	1.803.745	0,45%
GOOGLE INC-CL C W/I	3.783	1.767.268	0,44%
WELLS FARGO + CO	34.694	1.751.203	0,44%
TOYOTA MOTOR CORP	28.303	1.702.883	0,43%
NESTLE SA REG	25.898	1.678.821	0,42%
WALT DISNEY CO/THE	15.315	1.568.887	0,39%
VERIZON COMMUNICATIONS INC	37.144	1.553.834	0,39%
ROCHE HOLDING AG GENUSSSCHEIN	6.063	1.525.539	0,38%
AT+T INC	46.721	1.489.436	0,37%
UNIPOL 14/06.49 FR	1.500.000	1.468.125	0,37%
HOME DEPOT INC	14.676	1.463.780	0,37%
ORACLE CORP	39.593	1.432.057	0,36%
BP PLC	241.200	1.430.423	0,36%
FACEBOOK INC A	18.323	1.410.404	0,35%
ANHEUSER BUSCH INBEV NV	12.861	1.382.558	0,35%
HSBC HOLDINGS PLC	166.584	1.340.501	0,34%
GILEAD SCIENCES INC	12.636	1.327.789	0,33%
AMAZON.COM INC	3.403	1.325.802	0,33%

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2015		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	366.128.131	91,9	333.677.661	87,1
A1. Titoli di debito	7.585.699	1,9	7.608.166	2,0
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri	7.585.699	1,9	7.608.166	2,0
A2. Titoli di capitale	323.139.371	81,1	306.222.123	79,9
A3. Parti di OICR	35.403.061	8,9	19.847.372	5,2
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	509.404	0,1	518.108	0,1
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	509.404	0,1	518.108	0,1
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
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				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	31.282.878	7,9	48.915.739	12,7
F1. Liquidità disponibile	22.896.087	5,8	43.734.063	11,4
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	253.173.978	63,6	97.853.990	25,5
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-244.787.187	-61,5	-92.672.314	-24,2
G. ALTRE ATTIVITÀ	414.397	0,1	369.435	0,1
G1. Ratei attivi	42.777	0,0	104.052	0,0
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	371.620	0,1	265.383	0,1
TOTALE ATTIVITÀ	398.334.810	100,0	383.480.943	100,0

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	117.688	54.857
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	117.688	54.857
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	4.596.469	2.658.784
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	4.463.221	2.625.566
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	133.248	33.218
TOTALE PASSIVITÀ	4.714.157	2.713.641
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	393.620.653	380.767.302
LA Numero delle quote in circolazione	19.972.643,049	21.479.003,751
I Numero delle quote in circolazione	979.974,942	472.510,568
LA Valore complessivo netto della classe	375.055.351	372.510.578
I Valore complessivo netto della classe	18.565.301	8.256.725
LA Valore unitario delle quote	18,778	17,343
I Valore unitario delle quote	18,945	17,474

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	961.356,147
Quote rimborsate	2.467.716,849

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	615.300,480
Quote rimborsate	107.836,106

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Vittorio Gaudio