

## Relazione semestrale al 30 giugno 2017 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Futuro Italia  
Mediolanum Flessibile Globale

**NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2017****RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Signori Partecipanti,

nel primo semestre del 2017 le vicende politiche internazionali hanno caratterizzato i mercati finanziari e le scelte di investimento. L'attenzione è rivolta alle decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali, il cui orientamento è rimasto complessivamente espansivo, eccezion fatta per la Federal Reserve, che ha intrapreso un percorso di rialzo dei tassi di interesse. L'economia mondiale nel primo semestre del 2017 ha mostrato segnali di miglioramento, grazie al ridimensionamento dei rischi politici in Europa, alle revisioni al rialzo delle stime di crescita degli utili aziendali e ai dati macroeconomici in ripresa. Le vicende politiche che hanno coinvolto parte dei Paesi europei hanno portato nei mesi primaverili volatilità diffusa sui mercati finanziari: i movimenti euroscettici, alimentati dal voto inglese che ha sancito l'uscita del Regno Unito dall'area europea (*Brexit*), sono stati confinati dopo il voto in Olanda e in Francia. Nelle elezioni anticipate di giugno nel Regno Unito si è evidenziato un rafforzamento delle forze pro-UE in Europa continentale, mentre il partito conservatore britannico, pur mantenendo la maggioranza relativa, è uscito indebolito dalle elezioni indette da Theresa May. Negli Stati Uniti, al contrario, l'insediamento dell'amministrazione Trump ha comportato un aumento delle incertezze politiche, sia sul fronte domestico che su quello inerente alla politica internazionale. L'attenzione degli investitori rimane, inoltre, focalizzata sul ribasso dei prezzi del petrolio, dovuto da un lato alla delusione sul mero prolungamento dell'accordo di regolamentazione della produzione (*meeting* OPEC del 25 maggio) voluto dai Paesi Opec e da alcuni non-Opec (Russia) fino a marzo 2018, dall'altro all'aumento record della produzione di petrolio negli USA (ai massimi da 2 anni) e al mancato calo delle scorte statunitensi (si mantengono al di sopra della media stagionale). Dalla data dell'ultimo meeting OPEC si è di conseguenza assistito ad un rintracciamento del prezzo al barile, che ha toccato un minimo a 43\$ in data 20 giugno.

Sul fronte europeo, le dinamiche di politica monetaria della BCE hanno influenzato l'andamento dei mercati finanziari della zona euro. Il Governatore Draghi di fronte al Parlamento olandese è tornato a difendere le scelte accomodanti della Banca centrale, ribadendo come i benefici stiano compensando ampiamente i costi e come i progressi siano più solidi e diffusi rispetto a pochi mesi fa, quando apparivano ancora fragili e disomogenei. Le previsioni di crescita da parte della Commissione europea sottolineano come l'economia dell'Eurozona sia entrata nel quinto anno di ripresa, e che essa interessa tutti gli stati membri. Il trend di crescita dovrebbe continuare con decisione nel corso del 2017 e nel 2018. Il Prodotto Interno Lordo dell'area Euro è prevista crescere dell'1,7% nel 2017 e dell'1,8% nel 2018 (le previsioni precedenti erano rispettivamente del 1,6% e del 1,8%). La crescita dell'economia globale, con esclusione della zona euro, dovrebbe invece attestarsi al 3,7% nel 2017 e al 3,9% nel 2018, rispetto al 3,2% del 2016, grazie al contributo dell'economia cinese e alla ripresa dei prezzi delle materie prime, che aiuteranno le economie di altri Paesi emergenti. Si attende che nell'Area Euro l'inflazione cresca all'1,6% nel 2017 (dallo 0,2% del 2016) per poi tornare all'1,3% nel 2018. La Banca Centrale europea, a solo sei mesi dalla fine del programma di acquisto di *asset* da 2,3 mila miliardi di euro, non ha urgenza di comunicare i prossimi passi di politica monetaria e, stando alle parole di Draghi, non sono state ancora analizzate possibili opzioni in relazione al Quantitative Easing (QE). La mancanza di spinte inflative al rialzo per un periodo protratto o eventuali decisioni più restrittive da parte della Bce, rispetto a quelle attualmente in essere, potrebbero irrigidire le condizioni di mercato e provocare un brusco aumento dell'incertezza e della volatilità.

Per quanto concerne il sistema bancario italiano, il Governo ha varato il decreto che permetterà a Intesa Sanpaolo di acquistare Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza e di procedere con una liquidazione "ordinata", con l'approvazione della Commissione europea. L'operazione sarà, tuttavia, soggetta ad approvazione del Parlamento nel corso del mese di luglio. I depositi rimangono pienamente protetti grazie alla procedura di "*burden sharing*" attraverso la quale i detentori di debito *senior*

non dovranno contribuire alla ripartizione delle perdite. Le attività "sane" delle due banche venete saranno trasferite a Intesa Sanpaolo, che riceverà dal Tesoro 5,2 miliardi di euro per rafforzare il patrimonio e garanzie fino ad ulteriori 12 miliardi; la "bad bank", circa 17,5 miliardi di euro (che scendono a 10 dopo le rettifiche), sarà invece trasferita ad una società controllata dal Tesoro. L'impegno di Intesa Sanpaolo prevede che il decreto sia trasformato in legge senza subire variazioni che possano portare a maggiori oneri per l'istituto bancario. Circa il caso Monte Paschi, la Commissione europea ha annunciato nei primi giorni di luglio l'approvazione del progetto di ricapitalizzazione precauzionale per un valore di 8,1 miliardi di euro, di cui 5,4 miliardi in capo al Tesoro, mentre la restante parte della conversione dei bond subordinati avverrà nel rispetto del *burden sharing*, a fronte di un piano di ristrutturazione che prevede l'orientamento dell'istituto verso le piccole e medie imprese, il miglioramento dell'efficienza e della gestione del rischio di credito. Il piano prevede altresì la cessione a condizioni di mercato di un portafoglio di crediti deteriorati di 26,1 miliardi di euro ad una società veicolo finanziata con fondi privati (e parzialmente dal fondo Atlante II).

In relazione alla questione degli aiuti per la Grecia, i ministri delle finanze dell'area Euro hanno raggiunto un accordo all'Ecofin in Lussemburgo ed hanno sbloccato 8,5 miliardi di euro, ponendo fine a mesi di incertezza, che avevano portato il Governo Tsipras e il Parlamento greco a varare una nuova tornata di misure di *austerità* con l'obiettivo di fornire al Paese ellenico i fondi necessari per far fronte ai rimborsi sui bond in scadenza a luglio.

Nella riunione di politica monetaria della Federal Reserve del 14 giugno sono stati alzati i tassi di interesse in un intervallo tra 1,00% e 1,25%, come da attese, dopo il rialzo di 25 *basis point* avvenuto in occasione del meeting di dicembre e successivamente a marzo. In particolare, ci si interroga sulla fermezza mostrata dalla Yellen nell'ultimo FOMC, da cui è emersa la volontà di continuare con il processo di normalizzazione, nonostante manchino spinte inflative decise, come evidenziato sia dall'ultimo dato relativo all'indice dei prezzi al consumo di maggio, sia dal taglio delle stime di crescita dei prezzi per il 2017. La Federal Reserve ha voluto comunque ribadire l'imminente e graduale riduzione dei propri attivi, che avverrà a ritmo costante e che dovrebbe condurre gradualmente alla normalità nel giro dei prossimi anni.

Spostando l'attenzione sul Giappone, la Bank of Japan (BoJ), nella riunione del 16 giugno, ha mantenuto invariata la politica monetaria, confermando quindi i tassi d'interesse sui depositi allo -0,10% e il piano d'acquisto di *asset* a 80 mila miliardi di yen l'anno, con il fine di garantire l'obiettivo di rendimento del titolo decennale allo 0,0%. In considerazione del fatto che l'inflazione si attesta su valori ancora distanti dal target, il governatore della BoJ, Kuroda, ha affermato che la politica monetaria continuerà ad essere accomodante nonostante la FED stia proseguendo nel processo di normalizzazione della stessa. Il Governatore ha poi mostrato particolare ottimismo sulle prospettive economiche, sottolineando che i consumi privati continueranno a sostenere la crescita economica del Paese.

Nel Regno Unito, il 19 giugno hanno avuto ufficialmente inizio i negoziati in merito alle condizioni di uscita del Paese dall'Unione Europea. Il primo ministro Theresa May ha delineato i piani del proprio Governo in concomitanza con l'inizio della trattativa con Bruxelles; tra le principali proposte che emergono dal piano, in evidenza: il decreto di abrogazione per convertire le leggi Ue in leggi britanniche; il regime doganale autonomo per il Regno Unito, flessibile per accogliere futuri accordi commerciali e modifiche ai regimi su Iva e accise; la legge che permetta al Regno Unito di portare avanti una propria politica commerciale indipendente, una volta che il Paese sarà uscito dall'Ue; la legge per abrogare la normativa Ue sull'immigrazione e la libera circolazione, che renda la circolazione dei cittadini Ue soggetta alla legge britannica. L'avvio dei negoziati ha avuto luogo in un contesto di indebolimento del Governo May dovuto all'esito delle elezioni anticipate di giugno, che hanno costretto i conservatori ad un accordo di coalizione. Circa l'orientamento monetario della Bank of England (BoE), la riunione del 15 giugno si è chiusa con un voto a favore del mantenimento dei tassi di interesse ufficiali invariati. E' stata registrata, tuttavia, una forte spaccatura tra i membri dovuta all'andamento dell'inflazione, che è tornata a sfiorare il 3% nel regno Unito nel mese di maggio. L'alternanza di questi *trend* di indebolimento e rafforzamento della valuta inglese è legata indubbiamente all'evoluzione dei negoziati su *Brexit*, la cui data fondamentale è stata il 29 marzo con l'attivazione dell'art. 50 da parte di Theresa May, ma anche alle indicazioni positive giunte dai dati macroeconomici britannici, che hanno finora permesso di oscurare i rischi verso il basso legati al processo di uscita dall'UE.

A livello internazionale, permangono alcuni significativi fattori di incertezza: l'andamento economico della Cina è visto in graduale rallentamento, complice l'azione delle Autorità che favorisce una dinamica di crescita più sostenibile e limita i rischi finanziari,

soprattutto in vista del delicato congresso del partito comunista in autunno. Lo spazio di manovra della politica fiscale e monetaria sarà ridotto rispetto al 2016 e finirà per rallentare la crescita del credito, ridimensionando il sostegno agli investimenti. Il PIL è salito del 6,9% su base annuale nel I trimestre 2017, lievemente al di sopra del 6,8% registrato nel IV trimestre 2016. La riaccelerazione del settore agricolo e di quello industriale ha più che compensato la contenuta decelerazione del settore dei servizi, guidata dal comparto di trasporti e stoccaggio. Dal lato della domanda i consumi hanno tenuto bene, anche grazie all'accelerazione della spesa pubblica, mentre il rallentamento degli investimenti è stato marginale. I dati a frequenza mensile puntano nel complesso a una marginale decelerazione della crescita tra marzo e maggio, con alcuni segnali contrastanti tra gli indici anticipatori. L'inflazione dei prezzi al consumo, dopo un minimo a 0,8% a febbraio è risalita fino a 1,5% su base annuale in maggio, in parte per un effetto base sfavorevole e in parte per la risalita dell'inflazione nel comparto dei servizi (+2,9% su base annuale), mentre gli aumenti nel comparto dei beni restano più contenuti (+0,7%) perché beneficiano del calo dei prezzi degli alimentari che prosegue da inizio anno. Il cambio sarà sempre più governato dalle forze del mercato in un regime di fluttuazione controllata ma le Autorità continueranno a supportare la stabilità dello yuan.

Nel primo semestre e in particolare nel secondo trimestre del 2017, i mercati azionari internazionali hanno complessivamente registrato un incremento del +9,43% e del +3,38% (indice MSCI World in dollari). Negli USA, lo S&P500 ha registrato una performance positiva di +8,24% e del +2,57%, il Nasdaq Composite positiva del +14,07% e del +3,87%; le borse europee hanno registrato genericamente una variazione positiva nel primo semestre (+4,97% e -0,46% STOXX Europe 600). Nel dettaglio, le borse olandese (+4,96% AEX e -1,82%), inglese (+2,38% e -0,14% FTSE 100 in GBP) e francese (+5,31% e -0,04% CAC 40) hanno sottoperformato i listini italiano (+7,02% e +0,45% FTSE MIB), svizzero (+8,36% e +2,86% SMI in CHF), spagnolo (+11,68% e -0,18% IBEX 35) e tedesco (+7,35% e +0,10% DAX); in Asia, il mercato giapponese (+4,81% e +5,95% Nikkei 225 in JPY) ha sovraperformato la borsa australiana (+0,98% e -2,45% S&P/ASX 200 in AUD), mentre quella di Hong Kong ha mostrato una variazione positiva nei periodi di riferimento (+17,11% e +6,86% HANG SENG in HKD). Le borse emergenti hanno conseguito rispettivamente un risultato positivo di +17,23% e +5,47% (indice MSCI Emerging Markets in dollari).

Alla fine del primo semestre e del primo trimestre del 2017, la curva governativa tedesca ha registrato le seguenti variazioni sui rendimenti sulle varie scadenze (a 2 anni -0,58% e -0,75% da -0,8%, a 5 anni -0,23% e -0,39% da -0,54%, a 10 anni 0,46% e 0,32% da 0,20%, a 30 anni 1,24% e 1,11% da 0,94%), offrendo fino a 7 anni rendimenti negativi. Lo *spread* tra il debito italiano e tedesco sulla scadenza decennale è passato dai 161 punti base di inizio anno ai 199 del 31 marzo ai 169 del 30 giugno; il differenziale sulla scadenza a 2 anni è passato dai 65 punti base di inizio anno ai 73 del 31 marzo ai 48 di fine semestre. Nei periodi presi in considerazione, la curva governativa italiana ha registrato le seguenti variazioni dei rendimenti: -0,39% e -0,25% da -0,30% a 1 anno, -0,13% e -0,06% da -0,19% a 2 anni, 0,86% e 1,10% da 0,60% a 5 anni, 2,15% e 2,31% da 1,81% a 10 anni, 3,29% e 3,27% da 2,93% a 30 anni. Il differenziale tra il debito spagnolo e tedesco sulla scadenza a dieci anni è passato dai 119 punti base di inizio anno ai 134 del 31 marzo ai 107 di fine giugno. Al termine del primo semestre e del primo trimestre, la curva governativa statunitense presentava rispettivamente il rendimento a due anni pari all'1,38% e all'1,25% in crescita rispetto all'1,19% di inizio anno, mentre il rendimento a dieci anni pari al 2,30% e al 2,39% dal 2,44% di inizio anno.

Nel primo semestre e nel secondo trimestre del 2017 si è assistito ad un generale decremento dei rendimenti sui mercati *high yield* e sui mercati emergenti, malgrado il recupero nel mese di giugno. I rendimenti sui mercati emergenti sono mediamente variati dal 6,05% di inizio 2017 (massimo di periodo) al 5,70% del 31 marzo al 5,60% di fine giugno (indice JPMorgan Emerging Markets Global Sovereign, JPEGSOYD Index) registrando il minimo di periodo di 5,36% il 6 giugno; sui mercati high yield, i rendimenti sono scesi da 6,12% di inizio anno a 5,84% del 31 marzo a 6,62% del 30 giugno (indice Barclays US Corporate High Yield, LF98YW Index), registrando il minimo di periodo di 5,42% il 2 giugno e il massimo di 6,14% in data 14 marzo.

A seguito della discesa del *cross* registrata nella seconda metà del 2016, nel primo semestre del 2017 e nel secondo trimestre dell'anno la quotazione dell'euro verso il dollaro statunitense è passata da 1,0455 di inizio anno a 1,0652 del 31 marzo a 1,1426 del 30 giugno, con un minimo registrato a 1,0405 il 3 gennaio e un massimo a 1,1441 il 29 giugno; relativamente al primo semestre del 2017 e nel secondo trimestre, il cambio ha mostrato una variazione positiva rispettivamente del +8,64% e del +7,27%. Circa le scelte di politica monetaria della BCE e della Federal Reserve, continua la divergenza tra le due banche centrali,

cominciata a dicembre con il primo rialzo dei tassi di interesse da parte del *board* della FED, che ha portato il costo del denaro nell'intervallo 0,50-0,75%. A seguire, nel *meeting* del 15 marzo si è assistito, come da attese, ad un ulteriore rialzo dei tassi a 0,75-1,00%, confermando il progressivo miglioramento del mercato del lavoro, malgrado la debolezza della crescita economica riscontrata nel primo trimestre dell'anno. Da inizio anno l'EUR-USD è passato dall'area di 1,0350, toccata nella prima settimana del 2017, fino all'approssimarsi dell'area di 1,11 di metà maggio; in un contesto di speculazioni da parte dei mercati in merito al *tapering* da parte della BCE, l'accelerazione rialzista della moneta unica è stata offerta dai sondaggi sulle elezioni Presidenziali francesi dopo il primo turno del 23 aprile, il cui esito è stato poi confermato con la vittoria di Macron in data 7 maggio. Il processo di normalizzazione della politica monetaria della FED ha mostrato un ulteriore passo in avanti dopo il meeting del 14 giugno, attraverso un nuovo rialzo di 25 *basis point* (intervallo 1,00-1,25%). L'istituto centrale statunitense conferma, inoltre, la pianificazione nel prossimo futuro della riduzione di bilancio, attraverso una diminuzione dei reinvestimenti dei titoli in scadenza da attuare entro fine anno. Il ridursi del rischio politico in Europa, la pubblicazione, nel periodo in analisi, di dati macroeconomici (PIL, indici di fiducia, disoccupazione, produzione industriale) che confermano la ripresa europea in atto e l'eliminazione, dopo l'ultima riunione BCE di giugno, del riferimento ad una eventuale ulteriore riduzione del costo del denaro, sono stati tra i principali *drivers* del movimento di rafforzamento dell'euro. Nei periodi in esame, la quotazione dell'euro verso la sterlina inglese è passata da 0,85166 di inizio anno a 0,84852 del 31 marzo a 0,87710 del 30 giugno, registrando una variazione positiva rispettivamente del +2,76% e del +3,37%. Da inizio anno la sterlina ha mostrato ampie oscillazioni nel *range* 0,831-0,888: l'alternanza di questi *trend* di indebolimento e rafforzamento della valuta inglese è legata indubbiamente all'evoluzione dei negoziati su *Brexit*, la cui data fondamentale è stata il 29 marzo con l'attivazione dell'art.50 da parte di Theresa May, oltre che alle indicazioni giunte dai dati macroeconomici britannici, che hanno permesso ancora una volta di oscurare i rischi verso il basso legati al processo di uscita dall'UE. In un contesto di questo tipo, l'esito delle recenti elezioni inglesi avvenute ad inizio giugno non ha sicuramente contribuito positivamente alla dinamica della sterlina: la May ha ottenuto la vittoria senza una maggioranza assoluta, motivo per cui i conservatori sono costretti ad un accordo di coalizione. L'andamento del cambio euro-yen è influenzato principalmente dagli interventi di politica monetaria delle rispettive banche centrali, entrambe caratterizzate da un orientamento espansivo: nel primo trimestre 2017 il *cross* ha mostrato segnali di debolezza, soprattutto nel mese di marzo: il cambio, anche grazie alle valutazioni positive da inizio anno sulle prospettive economiche giapponesi, ha raggiunto, dall'area 123,00 di fine gennaio e di metà marzo, il minimo di 114,85 del 17 aprile. L'intenzione da parte della BoJ di mantenere il massiccio programma di stimolo monetario, il ridursi del rischio politico in Europa e l'eliminazione, dopo l'ultima riunione BCE, del riferimento ad una eventuale ulteriore riduzione del costo del denaro, sono stati tra i principali recenti driver di rafforzamento della moneta unica. Il *cross* Usd-Jpy dai minimi di aprile si è riportato, nelle prime due settimane di maggio, in area 114,00, per poi, complice la debolezza del dollaro nei confronti della moneta unica, attestarsi nelle prime due settimane di giugno intorno ad un valore medio di 110,50.

## Fiscalità

L'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, si applica l'aliquota del 26%.

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 rimborso, di liquidazione o di cessione delle quote e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote medesime.

Per espressa previsione normativa, l'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 ed emessi 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 ed 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).

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% ( $48,08\% \times 26\% = 12,5\%$ ).

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 30/06/2016 e 30/12/2016, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2016 - 30/12/2017.

	Percentuale <i>white list</i> ed equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Futuro Italia	1,10%	25,85%
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.

## Attività di collocamento delle quote

Il collocamento delle quote è stato effettuato, oltre che dalla Mediolanum Gestione Fondi SGR.p.A., da Banca Mediolanum S.p.A., autorizzata dalla Banca d'Italia con provvedimento del Governatore in data 5 giugno 1997 ad effettuare offerta fuori sede.

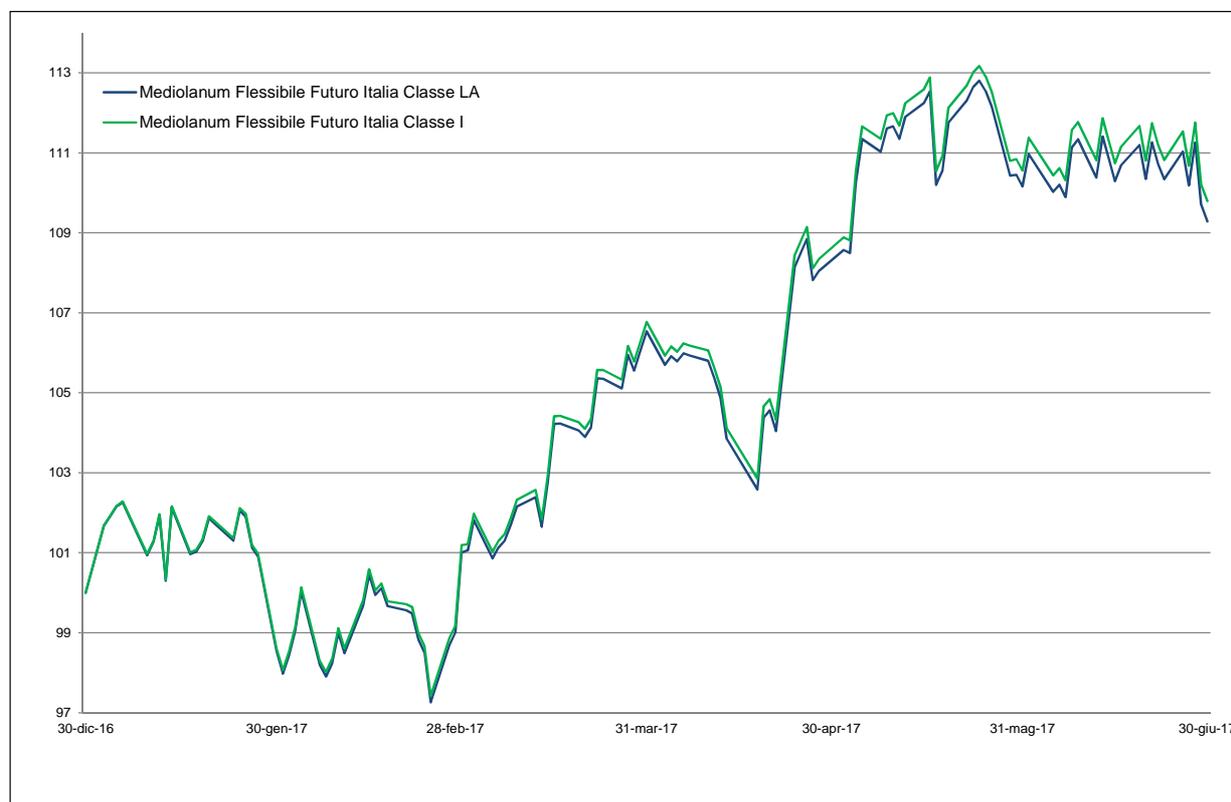
## Mediolanum Flessibile Futuro Italia

### Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (9,29% per la classe LA e 9,79% 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 2017



### Benchmark

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

## Gestione del Rischio

Nel corso dei primi sei mesi del 2017, il patrimonio del Fondo è stato principalmente esposto al mercato azionario italiano. Il Fondo, infatti, ha avuto un'esposizione azionaria media di circa l'89%, mentre l'esposizione media obbligazionaria è stata di circa il 5%. Nel rispetto delle indicazioni e dei limiti previsti dal Prospetto, nel corso dell'anno, gli investimenti azionari del Fondo sono stati indirizzati verso il mercato azionario italiano, con riferimento al segmento delle società sia a grande che a piccola e media capitalizzazione. I principali indici di Piazza Affari hanno beneficiato del buon andamento del segmento azionario delle piccole e medie imprese grazie la decisione del Governo di introdurre dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) che garantiscono dei benefici fiscali per l'investimento azionario. La performance del fondo ha, quindi, beneficiato degli investimenti nel settore finanziario che ha ottenuto una performance molto positiva in conseguenza alla soluzione della crisi delle banche venete: Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza. Nei primi giorni di luglio, la Banca Centrale Europea ha autorizzato l'intervento dello Stato italiano nel capitale di Banca Monte Paschi, al fine di ricostituirne il capitale dopo la vendita dei crediti non performanti in portafoglio. Il Fondo ha beneficiato inoltre della performance del settore industriale trainato dalle prospettive di crescita dell'economia domestica vista in miglioramento dopo anni di rallentamento. Gli investimenti all'interno del settore energetico hanno ottenuto, al contrario, dei risultati negativi conseguentemente all'andamento del prezzo del petrolio in forte calo nei primi sei mesi del 2017.

Nel corso del periodo non sono stati riscontrati errori nel calcolo del valore della quota del Fondo.

## Evoluzione prevedibile della gestione

La prima metà del 2017 si è chiusa in territorio positivo per le principali asset class finanziarie, in particolare per i mercati azionari, che globalmente hanno archiviato il miglior primo semestre dal 1998 (+10,25% la performance dell'indice MSCI World All Country). Significativa è stata soprattutto l'ampiezza del fenomeno, con rialzi piuttosto generalizzati sia a livello geografico, sia settoriale.

Se in un primo momento le performance sono state favorite dalle attese sul rilancio fiscale di Trump, nella seconda fase un continuo supporto è derivato dalla combinazione tra un miglioramento della crescita economica mondiale e una continua carenza, d'altra parte, di pressioni inflazionistiche; tale combinazione ha portato gli operatori finanziari a scontare un percorso di aggiustamento monetario molto lento da parte delle principali Banche Centrali e un conseguente allungamento della fase espansiva del ciclo economico. La testimonianza più evidente in tal senso è stata la variazione da inizio anno del rendimento del decennale americano, leggermente negativa a dispetto dei tre rialzi attuati dalla Federal Reserve da dicembre ad oggi.

L'apparente allentamento del nesso tra crescita e inflazione è stato, dunque, uno dei temi più discussi all'interno della comunità finanziaria nel periodo recente:

- tra le ragioni del fenomeno troviamo la nuova fase di discesa del prezzo del petrolio, dovuta in buona parte all'aumento di offerta da parte dei produttori americani;
- tuttavia, anche l'inflazione "core", che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mostrato una dinamica simile:
  - a tal proposito la spiegazione principale sembra essere una debole influenza, fino ad ora, della ripresa economica e del calo della disoccupazione sul rialzo dei salari (in termini tecnici, si riscontra un appiattimento della curva di Phillips – la relazione tra disoccupazione e inflazione). Ciò può essere dovuto a molteplici motivi, da un contestuale aumento della partecipazione al mercato del lavoro, ad un minor potere contrattuale dei lavoratori, all'aumento della "sotto-occupazione", non adeguatamente misurata dai tradizionali indici di disoccupazione.
  - altri fattori possono essere l'innovazione tecnologica che ha spinto al ribasso dei prezzi di alcune categorie di prodotti, una certa tendenza delle aziende ad assorbire eventuali aumenti dei costi senza alzare i prezzi finali, oltre ai diversi anni di inflazione sotto le attese che contribuiscono a contenere le aspettative anche per il futuro.

In ogni caso, già in occasione dell'ultimo *meeting* di giugno, la FED aveva manifestato la propria lettura dell'attuale debolezza dell'inflazione come un fenomeno temporaneo, destinato a riassorbirsi con il proseguimento del recupero economico, e aveva

ribadito l'intenzione di continuare ad alzare i tassi e di procedere anche ad una riduzione dell'attivo di bilancio nel prossimo futuro. Ciononostante la traiettoria di aggiustamento monetario attesa dal mercato risulta molto più graduale di quella indicata dai membri del Comitato. A spingere ulteriormente al ribasso i rendimenti del Treasury nel periodo recente avevano contribuito anche la pubblicazione dei dati sugli ordini di beni durevoli sotto le attese e il taglio delle stime del Fondo Monetario Internazionale sulla crescita statunitense (al 2,1% nel 2017 e nel 2018 da 2,3% e 2,5% rispettivamente), a conferma della bassa probabilità attribuita alla finalizzazione delle riforme fiscali da parte dell'amministrazione Trump. Tuttavia, altri banchieri centrali si sono successivamente espressi lasciando intendere un maggior allineamento al messaggio della FED sulla eventuale opportunità di normalizzare la politica monetaria guardando anche al di là dell'inflazione di breve termine. In particolare Draghi, in occasione del convegno tra Banche Centrali di Sintra, ha tracciato in maniera piuttosto chiara il futuro percorso di politica monetaria della BCE, riassumendo il proprio messaggio in tre parole chiave:

1. CONFIDENCE: fiducia nell'efficacia della politica monetaria e nel rafforzamento e diffusione della crescita
2. PERSISTENCE: perseveranza nel mantenere, per il momento, il supporto monetario, giudicato ancora necessario
3. PRUDENCE: prudenza nel momento in cui si procederà all'aggiustamento monetario, che dovrà accompagnare e non destabilizzare la ripresa

Non si è trattato, in realtà, di una rivoluzione, ma piuttosto di una riaffermazione, in termini forse più espliciti, del processo di normalizzazione già indicato in passato. Tuttavia, ciò ha riportato maggior consapevolezza, tra gli operatori finanziari, sul fatto che lo stimolo monetario non continuerà per sempre e che i tassi subiranno un graduale aggiustamento, pur restando relativamente bassi ancora a lungo.

Gli effetti più immediati hanno riguardato i mercati obbligazionari e valutari, con un parziale aumento dei rendimenti governativi, specialmente di quelli "core" europei, e un rafforzamento del cambio euro-dollaro, il tutto favorito anche dalla pubblicazione di dati di inflazione nell'Eurozona leggermente superiori alle attese. Si è avuto, inoltre, un movimento di assestamento sui mercati azionari, anche in questo caso più marcato in Europa, in anticipazione di un restringimento delle condizioni finanziarie anche nel Vecchio Continente. Nel caso in cui gli indicatori di attività economica continueranno ad indicare un consolidamento della crescita globale, un certo aggiustamento dei tassi governativi potrebbe tuttavia essere ben sopportato dal mercato azionario e portare quindi, più che ad una forte correzione, ad una rotazione settoriale dai comparti più difensivi a quelli più ciclici e dallo stile *Growth al Value*. Negli Stati Uniti ciò è in parte già avvenuto, con il settore tecnologico, il migliore in termini di performance da inizio anno, che ha recentemente manifestato una certa debolezza, contrariamente ai finanziari che hanno guadagnato terreno, non solo grazie al parziale riallineamento dei tassi, ma anche ai buoni risultati degli stress test negli USA. Sempre nel caso di una conferma della buona congiuntura economica il listino europeo potrebbe essere favorito in questa fase dalla maggior esposizione ai finanziari, e da valutazioni ancora relativamente inferiori rispetto all'azionario americano, mentre un rafforzamento ulteriore dell'euro potrebbe causare un eccessivo rafforzamento della ragione di scambio tra i beni europei e quelli esteri.

D'altra parte, la debolezza del dollaro rimane un fattore di supporto per i titoli e le valute dei Paesi Emergenti, specie di quelli a più elevato rendimento, che, insieme agli *High Yield*, rimangono ancora relativamente attrattivi rispetto ai governativi delle economie avanzate.

Tra gli appuntamenti più importanti nel prossimo futuro, la pubblicazione dei nuovi dati sugli utili trimestrali consentirà di verificare il proseguimento o meno del trend positivo osservato nel primo trimestre. La buona tenuta dei fondamentali societari sarà fondamentale per l'andamento dei listini azionari, in un contesto di valutazioni già relativamente elevate, di tendenza al rialzo dei tassi d'interesse e di attese di stimolo fiscale negli Stati Uniti ai minimi dalle elezioni di Trump. Anche se fino ad oggi i mercati hanno reagito bene agli episodi di maggior incertezza politica e geopolitica, è necessario tenere a mente i fattori che potrebbero causare una certa volatilità nel secondo semestre: oltre al proseguimento del dibattito sulle riforme in America, ricordiamo le negoziazioni sulla *Brexit*, l'evoluzione del quadro politico in Italia, le tensioni tra USA e Corea del Nord e l'andamento economico cinese.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
INTESA SANPAOLO	25.700.000	71.343.191	7,48
ENI SPA	5.135.000	67.576.600	7,11
UNICREDIT SPA	3.800.000	62.130.000	6,53
ENEL SPA	9.000.000	42.246.000	4,44
ASSICURAZIONI GENERALI	2.720.000	39.195.200	4,12
BANCO BPM SPA	11.068.728	32.431.373	3,41
BTP 3.5 12/18	28.000.000	29.474.200	3,10
TELECOM ITALIA SPA	32.193.735	26.012.538	2,74
ATLANTIA SPA	1.010.000	24.886.400	2,62
TENARIS SA	1.580.000	21.567.000	2,27
LYXOR ETF FTSE ITALI	170.000	21.482.900	2,26
SNAM SPA	4.451.580	16.987.229	1,79
MEDIOBANCA SPA	1.600.000	13.824.000	1,45
LUXOTTICA GROUP SPA	270.000	13.675.500	1,44
CNH INDUSTRIAL NV	1.300.000	12.889.500	1,36
EXOR HOLDING NV	255.615	12.113.595	1,27
FIAT CHRYSLER AUTOMO	1.237.907	11.425.882	1,20
OVS SPA	1.616.548	10.071.094	1,06
HERA SPA	3.630.000	9.713.880	1,02
MEDIASET SPA	2.800.000	9.637.600	1,01
DIASORIN SPA	141.551	9.519.305	1,00
FERRARI NV	124.871	9.384.056	0,99
SARAS SPA	4.532.566	9.237.370	0,97
LYXOR ETF DJ STX BSC	200.000	9.096.000	0,96
BUZZI UNICEM SPA	410.000	8.933.900	0,94
PRYSMIAN SPA	340.000	8.755.000	0,92
BANCA MEDIOLANUM SPA	1.196.667	8.693.786	0,91
DAVIDE CAMPARI MILAN	1.400.000	8.638.000	0,91
UNIPOLSAI	4.501.287	8.601.959	0,91
RECORDATI SPA	238.053	8.455.643	0,89
UBS ETF MSCI EMU VAL	200.000	8.022.000	0,84
TECHNOGYM SPA	1.187.721	8.011.178	0,84
FINECOBANK BANCA FIN	1.140.909	7.860.863	0,83
LEONARDO SPA	500.000	7.275.000	0,77
ENAV SPA	1.732.196	6.526.915	0,69
UBI BANCA SCPA	1.702.852	6.412.941	0,67
AUTOGRILL SPA	583.023	6.185.874	0,65
A2A SPA	4.000.000	5.816.000	0,61
FINCANTIERI CANTIER	5.441.410	5.310.816	0,56
BANCA GENERALI SPA	200.000	5.212.000	0,55
SALINI IMPREGILO SPA	1.688.774	5.116.985	0,54
OPENJOBMETIS SPA	480.000	5.049.600	0,53
UNIPOL GRUPPO FINANZ	1.300.000	4.992.000	0,53
SIAS SPA	512.988	4.952.899	0,52
CAIRO COMMUNICATIONS	1.261.666	4.839.751	0,51
BANCA FARMAFACTORING	962.308	4.811.540	0,51
MONCLER SPA	230.000	4.715.000	0,50
SOGEFI	1.000.097	4.684.454	0,49
ERG SPA	372.292	4.582.915	0,48
IREN SPA	2.196.588	4.454.680	0,47

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2017		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>925.429.489</b>	<b>97,32</b>	<b>680.664.466</b>	<b>95,87</b>
A1. Titoli di debito	48.107.374	5,06	39.084.169	5,51
A1.1 titoli di Stato	29.474.200	3,10	3.018.270	0,43
A1.2 altri	18.633.174	1,96	36.065.899	5,08
A2. Titoli di capitale	838.721.215	88,20	635.395.497	89,49
A3. Parti di OICR	38.600.900	4,06	6.184.800	0,87
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>1.238.612</b>	<b>0,13</b>	<b>1.176.569</b>	<b>0,17</b>
B1. Titoli di debito	500.000	0,05		
B2. Titoli di capitale	738.612	0,08	1.176.569	0,17
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>			<b>420.000</b>	<b>0,06</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati			420.000	0,06
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 LIQUIDITÀ</b>	<b>23.826.704</b>	<b>2,51</b>	<b>26.724.764</b>	<b>3,76</b>
F1. Liquidità disponibile	18.706.017	1,97	21.647.575	3,04
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	9.422.220	0,99	5.077.189	0,72
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-4.301.533	-0,45		
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>369.240</b>	<b>0,04</b>	<b>956.266</b>	<b>0,14</b>
G1. Ratei attivi	364.786	0,04	956.266	0,14
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	4.454	0,00		
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>950.864.045</b>	<b>100,00</b>	<b>709.942.065</b>	<b>100,00</b>

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2017	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		<b>277.000</b>
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		277.000
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>499.075</b>	<b>590.222</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	499.075	590.222
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>12.506.301</b>	<b>357.833</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	12.490.973	313.900
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	15.328	43.933
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>13.005.376</b>	<b>1.225.055</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>937.858.669</b>	<b>708.717.010</b>
LA Numero delle quote in circolazione	<b>36.485.537,265</b>	<b>29.559.144,343</b>
I Numero delle quote in circolazione	<b>5.213.635,181</b>	<b>4.896.236,610</b>
LA Valore complessivo netto della classe	<b>819.679.100</b>	<b>607.633.191</b>
I Valore complessivo netto della classe	<b>118.179.570</b>	<b>101.083.819</b>
LA Valore unitario delle quote	<b>22,466</b>	<b>20,557</b>
I Valore unitario delle quote	<b>22,667</b>	<b>20,645</b>

### MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	942.040,961
Quote rimborsate	624.642,390

### MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	11.271.183,868
Quote rimborsate	4.344.790,946

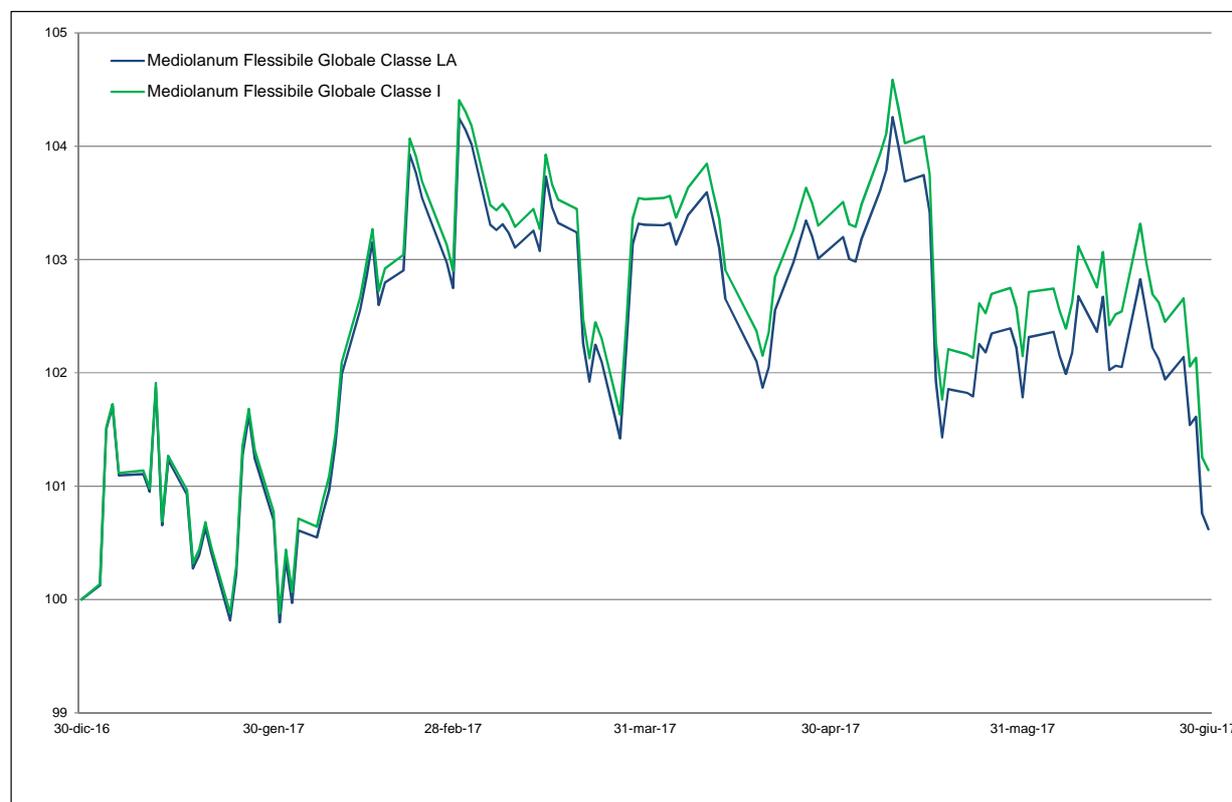
## Mediolanum Flessibile Globale

### Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (0,62% per la classe LA e 1,14% 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 2017



### Benchmark

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

## Gestione del Rischio

Il risultato gestionale del Fondo ha beneficiato dell'andamento positivo dei listini azionari globali, favoriti dal miglioramento della situazione macroeconomica a livello globale e dal migliorato clima politico, con particolare riferimento all'area europea.

Il fondo nel periodo è stato investito principalmente in strumenti azionari e sono state poste in essere coperture con strumenti derivati sui mercati azionari e valutari.

Le scelte a livello settoriale hanno influito positivamente sulla performance del Fondo: in dettaglio si segnala l'esposizione sui mercati europeo e statunitense al comparto finanziario e, per quanto concerne l'area nipponica, ai titoli delle società esportatrici. L'esposizione del Fondo ai mercati azionari dei paesi emergenti ha fornito un contributo positivo all'andamento della quota. In particolare il fondo ha beneficiato dell'investimento in ETF sull'India.

Il Fondo ha inoltre tratto vantaggio dall'attività di copertura valutaria, realizzata principalmente sia nei confronti dello Yen giapponese sia sul Dollaro americano.

Nel corso del periodo non sono stati riscontrati errori nel calcolo del valore della quota del Fondo.

## Evoluzione prevedibile della gestione

La prima metà del 2017 si è chiusa in territorio positivo per le principali *asset class* finanziarie, in particolare per i mercati azionari, che globalmente hanno archiviato il miglior primo semestre dal 1998 (+10,25% la performance dell'indice MSCI World All Country). Significativa è stata soprattutto l'ampiezza del fenomeno, con rialzi piuttosto generalizzati sia a livello geografico, sia settoriale.

Se in un primo momento le performance sono state favorite dalle attese sul rilancio fiscale di Trump, nella seconda fase un continuo supporto è derivato dalla combinazione tra un miglioramento della crescita economica mondiale e una continua carenza, d'altra parte, di pressioni inflazionistiche; tale combinazione ha portato gli operatori finanziari a scontare un percorso di aggiustamento monetario molto lento da parte delle principali Banche Centrali e un conseguente allungamento della fase espansiva del ciclo economico. La testimonianza più evidente in tal senso è stata la variazione da inizio anno del rendimento del decennale americano, leggermente negativa a dispetto dei tre rialzi attuati dalla Federal Reserve da dicembre ad oggi.

L'apparente allentamento del nesso tra crescita e inflazione è stato, dunque, uno dei temi più discussi all'interno della comunità finanziaria nel periodo recente:

- tra le ragioni del fenomeno troviamo la nuova fase di discesa del prezzo del petrolio, dovuta in buona parte all'aumento di offerta da parte dei produttori americani;
- tuttavia, anche l'inflazione "core", che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mostrato una dinamica simile:
  - a tal proposito la spiegazione principale sembra essere una debole influenza, fino ad ora, della ripresa economica e del calo della disoccupazione sul rialzo dei salari (in termini tecnici, si riscontra un appiattimento della curva di Phillips – la relazione tra disoccupazione e inflazione). Ciò può essere dovuto a molteplici motivi, da un contestuale aumento della partecipazione al mercato del lavoro, ad un minor potere contrattuale dei lavoratori, all'aumento della "sotto-occupazione", non adeguatamente misurata dai tradizionali indici di disoccupazione.
  - altri fattori possono essere l'innovazione tecnologica che ha spinto al ribasso dei prezzi di alcune categorie di prodotti, una certa tendenza delle aziende ad assorbire eventuali aumenti dei costi senza alzare i prezzi finali, oltre ai diversi anni di inflazione sotto le attese che contribuiscono a contenere le aspettative anche per il futuro.

In ogni caso, già in occasione dell'ultimo meeting di giugno, la FED aveva manifestato la propria lettura dell'attuale debolezza dell'inflazione come un fenomeno temporaneo, destinato a riassorbirsi con il proseguimento del recupero economico, e aveva ribadito l'intenzione di continuare ad alzare i tassi e di procedere anche ad una riduzione dell'attivo di bilancio nel prossimo futuro. Ciononostante la traiettoria di aggiustamento monetario attesa dal mercato risulta molto più graduale di quella indicata dai

membri del Comitato. A spingere ulteriormente al ribasso i rendimenti del Treasury nel periodo recente avevano contribuito anche la pubblicazione dei dati sugli ordini di beni durevoli sotto le attese e il taglio delle stime del Fondo Monetario Internazionale sulla crescita statunitense (al 2,1% nel 2017 e nel 2018 da 2,3% e 2,5% rispettivamente), a conferma della bassa probabilità attribuita alla finalizzazione delle riforme fiscali da parte dell'amministrazione Trump. Tuttavia, altri banchieri centrali si sono successivamente espressi lasciando intendere un maggior allineamento al messaggio della FED sull'eventuale opportunità di normalizzare la politica monetaria guardando anche al di là dell'inflazione di breve termine. In particolare Draghi, in occasione del convegno tra Banche Centrali di Sintra, ha tracciato in maniera piuttosto chiara il futuro percorso di politica monetaria della BCE, riassumendo il proprio messaggio in tre parole chiave:

1. CONFIDENCE: fiducia nell'efficacia della politica monetaria e nel rafforzamento e diffusione della crescita
2. PERSISTENCE: perseveranza nel mantenere, per il momento, il supporto monetario, giudicato ancora necessario
3. PRUDENCE: prudenza nel momento in cui si procederà all'aggiustamento monetario, che dovrà accompagnare e non destabilizzare la ripresa

Non si è trattato, in realtà, di una rivoluzione, ma piuttosto di una riaffermazione, in termini forse più espliciti, del processo di normalizzazione già indicato in passato. Tuttavia, ciò ha riportato maggior consapevolezza, tra gli operatori finanziari, sul fatto che lo stimolo monetario non continuerà per sempre e che i tassi subiranno un graduale aggiustamento, pur restando relativamente bassi ancora a lungo.

Gli effetti più immediati hanno riguardato i mercati obbligazionari e valutari, con un parziale aumento dei rendimenti governativi, specialmente di quelli "core" europei, e un rafforzamento del cambio euro-dollaro, il tutto favorito anche dalla pubblicazione di dati di inflazione nell'Eurozona leggermente superiori alle attese. Si è avuto, inoltre, un movimento di assestamento sui mercati azionari, anche in questo caso più marcato in Europa, in anticipazione di un restringimento delle condizioni finanziarie anche nel Vecchio Continente. Nel caso in cui gli indicatori di attività economica continueranno ad indicare un consolidamento della crescita globale, un certo aggiustamento dei tassi governativi potrebbe tuttavia essere ben sopportato dal mercato azionario e portare quindi, più che ad una forte correzione, ad una rotazione settoriale dai comparti più difensivi a quelli più ciclici e dallo stile *Growth al Value*. Negli Stati Uniti ciò è in parte già avvenuto, con il settore tecnologico, il migliore in termini di performance da inizio anno, che ha recentemente manifestato una certa debolezza, contrariamente ai finanziari che hanno guadagnato terreno, non solo grazie al parziale riallineamento dei tassi, ma anche ai buoni risultati degli stress test negli USA. Sempre nel caso di una conferma della buona congiuntura economica il listino europeo potrebbe essere favorito in questa fase dalla maggior esposizione ai finanziari, e da valutazioni ancora relativamente inferiori rispetto all'azionario americano, mentre un rafforzamento ulteriore dell'euro potrebbe causare un eccessivo rafforzamento della ragione di scambio tra i beni europei e quelli esteri.

D'altra parte, la debolezza del dollaro rimane un fattore di supporto per i titoli e le valute dei Paesi Emergenti, specie di quelli a più elevato rendimento, che, insieme agli *High Yield*, rimangono ancora relativamente attrattivi rispetto ai governativi delle economie avanzate.

Tra gli appuntamenti più importanti nel prossimo futuro, la pubblicazione dei nuovi dati sugli utili trimestrali consentirà di verificare il proseguimento o meno del trend positivo osservato nel primo trimestre. La buona tenuta dei fondamentali societari sarà fondamentale per l'andamento dei listini azionari, in un contesto di valutazioni già relativamente elevate, di tendenza al rialzo dei tassi d'interesse e di attese di stimolo fiscale negli Stati Uniti ai minimi dalle elezioni di Trump. Anche se fino ad oggi i mercati hanno reagito bene agli episodi di maggior incertezza politica e geopolitica, è necessario tenere a mente i fattori che potrebbero causare una certa volatilità nel secondo semestre: oltre al proseguimento del dibattito sulle riforme in America, ricordiamo le negoziazioni sulla *Brexit*, l'evoluzione del quadro politico in Italia, le tensioni tra USA e Corea del Nord e l'andamento economico cinese.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
CHALLENGE EMERGING MARKETS	2.494.955,6038430	21.464.103	5,76
BTP 0.75 01/18	13.000.000	13.078.520	3,52
LYXOR ETF MSCI EM	1.200.000	11.490.000	3,09
LYXOR ETF MS INDIA	500.000	7.647.500	2,06
WELLS FARGO & CO	111.321	5.408.177	1,45
ING GROEP NV	348.952	5.269.175	1,42
CITIGROUP INC	80.806	4.738.333	1,27
BNP PARIBAS	71.946	4.536.915	1,22
PANASONIC CORP	340.000	4.043.317	1,09
GOLDMAN SACHS GROUP	20.594	4.006.671	1,08
T MOBILE US INC	75.000	3.986.235	1,07
HOYA CORP	85.000	3.868.876	1,04
MITSUBISHI CHEMICAL	530.000	3.846.622	1,03
APPLE INC	27.788	3.508.858	0,94
PATTERSON UTI ENERGY	180.000	3.186.358	0,86
BANK OF AMERICA CORP	149.048	3.170.317	0,85
GOLDCORP INC	280.000	3.169.348	0,85
ANADARKO PETROLEUM C	75.951	3.019.261	0,81
BARRICK GOLD CORP	215.000	2.999.123	0,81
DAIMLER AG REGISTERE	46.875	2.970.469	0,80
SOFTBANK GROUP CORP	41.600	2.953.014	0,79
JPMORGAN CHASE & CO	32.629	2.614.783	0,70
TOKIO MARINE HOLDING	71.600	2.598.563	0,70
HESS CORP	66.527	2.558.888	0,69
SONY CORP	70.100	2.344.467	0,63
MICROSOFT CORP	38.527	2.328.408	0,63
SHIMIZU CORP	250.000	2.323.409	0,62
MORGAN STANLEY	58.930	2.302.329	0,62
MITSUBISHI UFJ FINAN	389.800	2.295.872	0,62
MACY S INC	110.970	2.261.140	0,61
MURATA MANUFACTURING	15.000	1.998.015	0,54
SUNTRUST BANKS INC	40.000	1.989.216	0,54
MINEBEA CO LTD	140.000	1.971.874	0,53
ALPHABET INC CL C	2.273	1.811.006	0,49
GLENCORE PLC	550.000	1.798.974	0,48
AMAZON.COM INC	2.045	1.735.619	0,47
JOHNSON & JOHNSON	14.841	1.721.376	0,46
MEDIASET SPA	500.000	1.721.000	0,46
ASSICURAZIONI GENERALI	118.713	1.710.654	0,46
VINCI SA	22.512	1.682.322	0,45
CISCO SYSTEMS INC	59.967	1.645.668	0,44
AFLAC INC	24.011	1.635.329	0,44
AT&T INC	49.344	1.632.326	0,44
TOYOTA MOTOR CORP	35.303	1.623.387	0,44
HERA SPA	603.808	1.615.790	0,43
EXXON MOBIL CORP	22.570	1.597.542	0,43
WAL MART STORES INC	23.652	1.569.404	0,42
US BANCORP	33.392	1.520.067	0,41
EATON CORP PLC	22.224	1.516.544	0,41
ALLIANZ SE REG	8.678	1.496.087	0,40

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2017		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>361.041.044</b>	<b>97,04</b>	<b>324.434.924</b>	<b>85,92</b>
A1. Titoli di debito	13.078.520	3,52	10.230.410	2,71
A1.1 titoli di Stato	13.078.520	3,52		
A1.2 altri			10.230.410	2,71
A2. Titoli di capitale	306.045.998	82,25	284.036.483	75,22
A3. Parti di OICR	41.916.526	11,27	30.168.031	7,99
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>492.408</b>	<b>0,13</b>	<b>500.216</b>	<b>0,13</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	492.408	0,13	500.216	0,13
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 LIQUIDITÀ</b>	<b>9.494.407</b>	<b>2,55</b>	<b>52.243.596</b>	<b>13,84</b>
F1. Liquidità disponibile	6.623.845	1,78	29.158.962	7,72
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	141.588.643	38,06	121.053.668	32,07
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-138.718.081	-37,29	-97.969.034	-25,95
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>1.022.043</b>	<b>0,28</b>	<b>398.692</b>	<b>0,11</b>
G1. Ratei attivi	45.743	0,01	157.055	0,04
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	976.300	0,27	241.637	0,07
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>372.049.902</b>	<b>100,00</b>	<b>377.577.428</b>	<b>100,00</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2017	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>18.407.227</b>	
<b>I. PRONTO 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>283.106</b>	<b>98.274</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	283.106	98.274
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>235.820</b>	<b>204.872</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	223.498	170.305
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	12.322	34.567
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>18.926.153</b>	<b>303.146</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>353.123.749</b>	<b>377.274.282</b>
LA Numero delle quote in circolazione	<b>16.650.881,664</b>	<b>18.050.433,968</b>
I Numero delle quote in circolazione	<b>1.442.516,216</b>	<b>1.412.271,590</b>
LA Valore complessivo netto della classe	<b>324.247.039</b>	<b>349.322.160</b>
I Valore complessivo netto della classe	<b>28.876.710</b>	<b>27.952.122</b>
LA Valore unitario delle quote	<b>19,473</b>	<b>19,353</b>
I Valore unitario delle quote	<b>20,018</b>	<b>19,792</b>

### MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	187.684,130
Quote rimborsate	157.439,504

### MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	444.388,004
Quote rimborsate	1.843.940,308

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Lucio De Gasperis