Relazione semestrale
al 29 giugno 2018 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Futuro Italia
Mediolanum Flessibile Globale

NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 29 GIUGNO 2018

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Signori Partecipanti,

nel primo semestre del 2018, i mercati finanziari sono stati fortemente condizionati dai timori legati alla crescita delle tensioni tra Stati Uniti e Cina e la conseguente *escalation* di una possibile guerra commerciale tra i due Paesi, fondata sull'imposizione di pesanti dazi sulle importazioni da parte degli USA. Ad aumentare le tensioni sui mercati ha contribuito anche la forte volatilità valutaria, con il comparto degli *Emerging Markets* che ha registrato importanti perdite di valore, dovute al rafforzamento della valuta statunitense e al raggiungimento del rendimento del 3% del *Treasury* decennale americano. Di rilievo per i mercati obbligazionari emergenti è stata la volatilità generata ad aprile dalle sanzioni americane alla Russia. La reazione, inattesa nella sua portata poiché inasprita dalle tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti per la grave crisi siriana, oltre ad aver colpito il rublo, ha interessato i principali titoli di Stato e *corporate*, con un innalzamento repentino dei rendimenti. L'incertezza e le tensioni politiche hanno coinvolto anche la Turchia, il Sud Africa, il Brasile e l'America Latina globalmente, aumentando l'avversione al rischio e generando una fase di debolezza diffusa. Il *driver* dei Paesi Emergenti sarà anche quest'anno la crescita cinese, fissata dal Premier Li Keqiang al 6,5% per il 2018 (contro il 6,9% dello scorso anno) e recentemente minacciata dalla guerra sulle tariffe innescata dal Presidente Trump.

Le dinamiche che interessano le curve dei tassi sono state al centro dei *meeting* delle Banche Centrali mondiali, con la FED (Federal Reserve) che ha continuato il percorso di normalizzazione dei tassi avviato ormai a fine 2015 sulla base di un'economia in forte crescita, dinamiche salariali in espansione e livelli di inflazione recentemente assestatisi attorno al 2%. Il superamento del *target* d'inflazione citato non ha preoccupato la Banca Centrale, dal momento che tali incrementi sono visti come temporanei, dovuti alla crescita dei prezzi energetici e alla simmetria del *target* stesso, dopo lunghi periodi di deviazioni al ribasso. L'allargamento dei rendimenti tra tassi americani ed europei è stato amplificato dal permanere del QE *(Quantitative Easing)* in Europa, dove nel secondo trimestre dell'anno la crescita economica ha rallentato più del previsto (ben inferiore rispetto a quella registrata nella seconda metà del 2017), come dimostrato dall'indice PMI composito (indice che sintetizza l'attività dell'industria manifatturiera e dei servizi), sceso a maggio a 54,1 punti dai 55,1 di aprile, segnando il livello più basso dell'ultimo anno e mezzo e il quarto consecutivo in diminuzione. La maggior fonte di preoccupazione degli investitori rimane la guerra commerciale tra USA, Cina e potenzialmente Europa; dopo iniziali segnali di distensione tra le due potenze principalmente interessate, seguiti alla promessa di Pechino di comprare più beni e servizi americani e il successivo "congelamento" dei dazi da parte degli Stati Uniti, il Presidente americano Trump ha deciso di applicare una nuova serie di dazi per altri 50 miliardi di dollari su un *basket* di prodotti *made in China*, con l'intento di contenere l'avanzata della concorrenza in ambito tecnologico. Sul fronte commerciale, sempre più tese anche le relazioni tra USA e Europa: il periodo di tregua inizialmente concesso da Trump è difatti scaduto; gli Stati Uniti hanno deciso di imporre tariffe su acciaio (25%) e alluminio (10%) anche sulle importazioni dall'Europa.

Negli Stati Uniti la politica monetaria condotta dalla Federal Reserve (FED) ha portato i tassi sui *Fed Funds* nell'intervallo 1,75%-2%, con prospettive di ulteriori due rialzi nel corso del 2018. La ragione dell'accelerazione del processo di adeguamento dei tassi, trova giustificazione nel tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo stimato in rialzo del 2,8% nel 2018. A livello politico, rilevante infine la decisione del Presidente americano di annunciare a maggio il ritiro degli Stati Uniti dall'accordo nucleare internazionale

sull'Iran, fornendo il via libera all'imposizione di dure sanzioni economiche. I mercati guardano a tale decisione con timore, in quanto le ripercussioni per molte aziende multinazionali potrebbero essere particolarmente elevate, dati gli ingenti investimenti e le linee di *business* avviate con il Paese mediorientale.

Sul versante europeo, nel *meeting* di giugno il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha decretato la fine del programma di *Quantitative Easing* (QE) a dicembre 2018: l'ultimo trimestre dell'anno sarà quindi caratterizzato dall'acquisto di 15 miliardi di euro netti al mese di titoli di Stato sul mercato secondario (dai precedenti 30 miliardi netti) e, se le verifiche sui dati lo consentiranno, verrà decretata la fine ufficiale del piano di acquisti a fine anno. Il Presidente Mario Draghi ha inoltre rafforzato la *forward guidance*, annunciando che l'arrivo del primo rialzo dei tassi non avverrà prima dell'estate del 2019; almeno fino ad allora i tassi resteranno ai livelli attuali (sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,00%, sulle operazioni di rifinanziamento marginale allo 0,25% e sui depositi presso la banca centrale al -0,40%).

Spostando l'attenzione sull'Italia, per l'OCSE (l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) la dinamica del PIL è vista in rallentamento all'1,4% nel 2018 e all'1,1% nel 2019, inferiore alle precedenti stime che avevano indicato una crescita del +1,5% quest'anno e del +1,3% per il prossimo. A livello politico, dopo più di due mesi di stallo, il 31 maggio è stato conferito dal Presidente della Repubblica l'incarico di Governo a Giuseppe Conte. La squadra definitiva di Governo ha rispecchiato le richieste del Presidente, garantendo la collocazione del Paese in Europa e nell'alleanza atlantica, mitigando quindi il rischio di un'uscita dell'Italia dalla moneta unica e, di conseguenza, la ridenominazione dei Titoli di Stato (con la relativa perdita di valore generata dalla svalutazione della moneta). Il perdurare dell'incertezza sulla formazione del nuovo governo e il paventato voto anticipato entro l'estate in caso di mancato accordo tra le forze politiche si è riflesso sull'andamento dei titoli sovrani domestici, con conseguente aumento della volatilità dello *spread* BTP-Bund che, dopo essere sceso a fine aprile in area 115 bps, ha raggiunto area 135 bps.

In Giappone la Banca centrale (BoJ) ha deciso di ridurre l'acquisto di titoli di Stato sulla parte 5-10 anni della curva di 20 miliardi di yen; nonostante l'importanza della manovra, la stessa potrebbe comunque non essere un segnale dell'interruzione delle manovre ultra-accomodanti attualmente in essere ma una semplice presa di profitto relativa alla particolare situazione dei mercati mondiali. Nel 2018 la BoJ ha difatti mantenuto invariata la politica monetaria, fornendo a giugno un *outlook* più debole sull'inflazione (attesa in un *range* compreso tra lo 0,5% e l'1%, lontana dal 2% indicato nel *target*): il controllo dei tassi dovrebbe restare il fulcro dell'intervento della BoJ. Come da attese, infine, è stato mantenuto invariato il *target* dei tassi di interesse a breve termine a -0,1%, confermando l'impegno a garantire che i tassi sui *bond* governativi a 10 anni oscillino attorno allo 0%. La politica fiscale rimarrà espansiva fino al rialzo dell'imposta dei consumi di fine 2019, e sarà concentrata sull'aumento della forza lavoro.

Per quanto concerne la Gran Bretagna, come ampiamente previsto, il 21 giugno la Bank of England (BoE) ha lasciato invariati i tassi al termine della riunione di politica monetaria ma, in maniera abbastanza sorprendente, il suo capo economista si è aggiunto alla minoranza dei membri del *board* favorevoli ad un rialzo dei tassi, un elemento che ha alimentato la speculazione di mercato di un imminente intervento restrittivo, giustificato tra l'altro dalla risalita più rapida del previsto degli stipendi, a seguito dei recenti accordi salariali e della buona domanda di lavoro. La BoE ha inoltre cambiato la *guidance* sul programma di *Quantitative Easing* (QE), spiegando che il portafoglio di 435 miliardi di sterline di titoli di Stato britannici potrà iniziare a essere ridotto una volta che il costo del denaro avrà raggiunto 1,50%; la precedente indicazione era in area 2%. Al fine di evitare la tanto temuta *"hard brexit"*, infine, il Primo Ministro Inglese Theresa May potrebbe chiedere un secondo periodo di transizione 2021/2023, con l'obiettivo di gestire al meglio il delicato argomento del confine irlandese, oltre ad evitare pesanti danni commerciali.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, l'intero comparto ha registrato nel corso del primo semestre del 2018 decise perdite di valore, a fronte soprattutto degli eventi geopolitici intervenuti nel periodo considerato (guerra commerciale in corso tra USA e le grandi economie mondiali), del timore per i rialzi dei tassi d'interesse USA e dell'apprezzamento del dollaro statunitense. Il *Treasury* decennale ha toccato il rendimento del 3% per la prima volta in quattro anni e il valore dei mercati emergenti ha registrato un conseguente calo. Esiste difatti un rapporto diretto tra il rialzo dei tassi americani e l'ampliamento degli *spread* dei mercati emergenti, in quanto gli investitori di capitale rimpatriano le proprie attività dai settori emergenti per ricollocarle a livello locale (USA), dove sono riconosciuti rendimenti relativamente elevati ma molto più sicuri in termini di rischio rispetto agli

Emerging Markets. Da mesi si assiste ad una continua fuoriuscita di capitali dai Paesi Emergenti: tra maggio e giugno, solo attraverso i mercati azionari ed obbligazionari, il comparto degli *Emerging Markets* ha perso quasi 15 miliardi di dollari. Proprio questa fuoriuscita di capitali ha avuto un forte impatto negativo sulle valute emergenti, con punte del - 27% per l'Argentina, -12% per la Turchia, Sudafrica e Brasile e potrebbe causare vere e proprie crisi economiche, con ripercussioni più marcate soprattutto nei Paesi con *deficit* commerciali elevati e bassi tassi di risparmio. La riduzione del valore delle valute importa inoltre inflazione, in quanto le materie prime sono scambiate in dollari americani; tutte queste condizioni spingono le banche centrali ad alzare i tassi di interesse, con il conseguente rischio di soffocare l'economia interna.

Con riferimento alle principali economie emergenti, la Banca Centrale Turca ha alzato il tasso di interesse di 300bps, portandolo al 16,5% e ha dichiarato di voler "ripristinare la credibilità della propria politica monetaria e riguadagnare la fiducia degli investitori". Nonostante la Banca Centrale fosse evidentemente in ritardo sulla curva, con l'inflazione in rialzo e la lira turca che ha toccato i livelli minimi storici contro euro e dollaro, un intervento del genere è risultato fortemente inatteso a causa della forte opposizione ad un rialzo di Erdogan e nonostante il recupero della valuta nazionale, lo stesso potrebbe non essere sufficiente ad invertire la tendenza fortemente ribassista della lira.

Per far fronte alla crisi economica che ha colpito il Paese e recuperare la fiducia degli investitori, l'Argentina ha pattuito con il Fondo Monetario Internazionale la concessione di un prestito di 50 miliardi di dollari, che dovrebbe avere una durata di 36 mesi. Come parte dell'accordo, l'Argentina avrà adesso come *target* un deficit pari all'1,3% del PIL per il 2019 e 2,7% quest'anno, *target* ridotto rispetto ai precedenti, pari a 2,2% per il 2019 e 3,2% quest'anno; l'obiettivo inflazionistico è stato fissato al 17% per l'anno prossimo.

		Variazione (pb)		Rendimento		
	Mercati obbligazionari	**Dal 29/12/2017 al 29/06/2018**	**2° trim.**	**29/06/2018**	**29/03/2018**	**29/12/2017**
	Stati Uniti					
Rendimenti Governativi	2 anni	65	26	2,53%	2,27%	1,88%
	5 anni	53	18	2,74%	2,56%	2,21%
	10 anni	45	12	2,86%	2,74%	2,41%
	30 anni	25	2	2,99%	2,97%	2,74%
	Germania					
	2 anni	-4	-6	-0,67%	-0,60%	-0,63%
	5 anni	-10	-20	-0,30%	-0,10%	-0,20%
	10 anni	-13	-20	0,30%	0,50%	0,43%
	30 anni	-24	-14	1,02%	1,16%	1,26%
	Italia					
	2 anni	95	100	0,69%	-0,31%	-0,25%
	5 anni	98	126	1,73%	0,47%	0,75%
	10 anni	66	89	2,68%	1,79%	2,02%
	30 anni	24	59	3,45%	2,86%	3,21%
Spread	**Italia - Germania**					
	2 anni	98	106	1,36%	0,29%	0,37%
	10 anni	79	109	2,38%	1,29%	1,59%
	Spagna - Germania					
	2 anni	15	18	0,42%	0,25%	0,28%
	10 anni	-12	35	1,02%	0,67%	1,14%

Dalla fine del 2017 e nel corso dell'ultimo trimestre, il rendimento dei titoli governativi statunitensi ha registrato valori in costante rialzo lungo tutta la curva, con un incremento maggiormente marcato lungo il tratto a breve. Il rendimento del *Treasury* a 2 anni è passato dall'1,88% al 2,53% da inizio anno (con un incremento di 65 *basis points*), mentre i decennali hanno registrato un incremento nei rendimenti ma in misura ridotta, passando dal 2,74% di inizio anno al 2,86% di fine giugno (incremento di 12 *basis points*). L'aumento più che proporzionale dei rendimenti della parte a breve della curva indica una tendenza all'appiattimento (c.d. *flattening*) della curva stessa; al momento i fondamentali economici americani sono molto forti e in fase di espansione, pertanto il *flattening* potrebbe derivare dalla politica di aumento dei tassi applicata dalla Federal Reserve.

In Europa il rendimento dei governativi tedeschi ha registrato una riduzione su tutte le scadenze considerate, *trend* legato alle dichiarazioni della Banca Centrale Europea che, a seguito della debolezza di alcuni dati macro della zona euro, ha confermato di non voler cambiare il proprio approccio di politica monetaria, allontanando difatti l'ipotesi di un aumento dei tassi.

Per quanto riguarda i Titoli di Stato italiani, la tendenza è stata decisamente contraria a quella tedesca: alla fine del mese di giugno, a causa della forte incertezza politica, il rendimento del BTP decennale ha raggiunto il 2,68%, toccando un rendimento massimo registrato del 3,50%, con lo *spread* rispetto ai titoli governativi tedeschi passato dai 159 *basis points* (bps) di inizio anno a 238bps, raggiungendo un massimo di 322bps. Il rialzo dei rendimenti sulla parte a breve della curva (BTP a 2 anni) è stato ancora più marcato, passando nel solo mese di giugno da un rendimento negativo di -0,30% fino ad un massimo registrato del 2,70%, con lo *spread* sulla scadenza a 2 anni tra BTP e l'equivalente tedesco che ha raggiunto un massimo di 348bps. Da inizio anno, il rendimento del BTP a 2 anni è passato dallo 0,37% all'1,36% registrato a fine giugno.

	Variazione %		Livello		
Mercati azionari	**Dal 29/12/2017 al 29/06/2018**	**2° trim.**	**29/06/2018**	**29/03/2018**	**29/12/2017**
Indici Mondiali					
MSCI All Country World	-1,5%	0,0%	505	505	513
MSCI World	-0,7%	1,2%	2089	2066	2103
Indici Statunitensi					
Dow Jones I.A.	-1,8%	0,7%	24271	24103	24719
S&P 500	1,7%	2,9%	2718	2641	2674
Nasdaq Comp.	8,8%	6,3%	7510	7063	6903
Indici Europei					
STOXX Europe 600	-2,4%	2,4%	380	371	389
EURO STOXX	-2,2%	0,8%	377	374	386
FTSE MIB	-1,0%	-3,5%	21626	22411	21853
DAX	-4,7%	1,7%	12306	12097	12918
CAC 40	0,2%	3,0%	5324	5167	5313
AEX	1,3%	4,2%	552	530	545
IBEX 35	-4,2%	0,2%	9623	9600	10044
SMI	-8,2%	-1,5%	8609	8741	9382
FTSE 100	-0,7%	8,2%	7637	7057	7688
Indici Asiatici					
NIKKEI 225	-2,0%	5,4%	22305	21159	22765
S&P/ASX 200	2,1%	7,6%	6195	5759	6065
Hang Seng	-3,2%	-3,8%	28955	30093	29919
Indici Emergenti					
MSCI Emerging Markets	-7,7%	-8,5%	1070	1169	1158

Gli indici azionari globali nel semestre appena concluso hanno ottenuto *performance* negative; l'Europa ed i Paesi Emergenti sono le aree geografiche dove i mercati hanno mostrato discese più marcate.
In Europa hanno pesato le incertezze politiche in Germania ed in particolare in Italia, l'inasprimento della politica protezionistica dell'amministrazione Trump ed un peggioramento del quadro macroeconomico avvenuto nella parte finale del semestre.
Nel semestre il mercato azionario statunitense ha proseguito la fase di rialzo dello scorso anno beneficiando di un quadro macroeconomico in costante miglioramento, con i principali indici azionari che hanno sovraperformato in forza relativa le altre aree geografiche.
In Asia e nei Paesi Emergenti le *performance* negative sono dovute anche al peggioramento, diffuso in tutte le aree geografiche, del quadro macroeconomico. In particolare, in Cina ed in Giappone hanno contribuito negativamente anche le stime molto conservative sugli utili 2018 che le società hanno annunciato in fase di reportistica di fine anno scorso. Inoltre, il Giappone e la Cina sono state penalizzate dalla *Trade War* intrapresa dagli Stati Uniti (che interessa anche l'Europa), che ha fortemente penalizzato i settori industriali dei due Paesi.

	Variazione %		Livello		
Valute	**Dal 29/12/2017 al 29/06/2018**	**2° trim.**	**29/06/2018**	**29/03/2018**	**29/12/2017**
Eur Usd	-2,7%	-5,0%	1,168	1,230	1,201
Eur Gbp	-0,4%	0,8%	0,885	0,877	0,888
Eur Jpy	-4,4%	-1,2%	129,36	130,91	135,28

Da inizio anno è stata registrata una riduzione della forza della moneta unica europea contro le tre principali valute a livello globale: nel periodo sopramenzionato, le *performance* registrate sono pari a -2,7% contro il dollaro (Usd), -0,4% contro la sterlina inglese (Gbp) e -4,4% contro lo yen giapponese (Jpy). Ad incidere sul rendimento dell'euro sono state principalmente le politiche attuate dalle Banche Centrali a livello mondiale: mentre la Banca Centrale Europea ha confermato una politica monetaria orientata a mantenere fermi i tassi almeno sino al termine dell'estate del 2019, la Federal Reserve ha continuato un processo di rialzo dei tassi. Per quanto riguarda, infine, la Banca del Giappone, il programma di allentamento della politica monetaria proseguirà, assicurandosi che l'attuale politica sia sostenibile. Per quanto riguarda la debolezza dell'inflazione, è poco probabile che quest'ultima sia dovuta al calo della domanda interna. L'apprezzamento della divisa si può ascrivere alle indicazioni che la BoJ nel medio/lungo termine inasprisca la propria politica con la fissazione di uno *yield target*, in un contesto di scarsità di titoli da acquistare. Da sottolineare, inoltre, il ruolo di valuta rifugio in scenari di *risk off* dei mercati e di inasprimento delle tensioni geopolitiche internazionali.

	Variazione %		Livello		
Materie Prime	**Dal 29/12/2017 al 29/06/2018**	**2° trim.**	**29/06/18**	**29/03/18**	**29/12/17**
Petrolio (Brent)	17,6%	13,6%	78,6	69,2	66,8
ORO	-3,9%	-5,5%	1253	1325,5	1302,8

Per quanto riguarda le *commodities*, è stato finalmente raggiunto un accordo in seno all'OPEC per aumentare la produzione di petrolio di 1 milione di barili al giorno (è possibile che si attesti a soli 600-700 barili per impossibilità di incremento tempestivo da

parte di alcuni Paesi), ma tale incremento, frutto di un impegno collettivo e coordinato con la Russia, potrebbe rivelarsi insufficiente; la situazione in Libia risulta particolarmente complessa, al punto che le forniture di greggio del Paese rischiano la paralisi. Contestualmente gli USA hanno assunto posizioni rigide nei confronti dell'Iran, rivelando di voler azzerare le sue esportazioni di idrocarburi ancor prima dell'entrata in vigore delle sanzioni, il prossimo 4 novembre. Tutto ciò mette a rischio, nella peggiore delle ipotesi, un totale di 3 milioni di barili al giorno, con la conseguente ripida crescita del prezzo del petrolio; il WTI che si è portato dopo due mesi nuovamente sopra quota 70 dollari al barile, registrando alla fine di giugno un livello pari a 78,6 dollari, con un aumento del 17,6% dall'inizio dell'anno.

La politica di rialzo dei tassi decisa dalla Federal Reserve, nonché le previsioni di ulteriori incrementi del costo del denaro, non depongono, infine, a favore dei prezzi dell'oro, il cui valore risulta in riduzione sia da inizio anno sia, in particolar modo, nell'ultimo trimestre, rispettivamente del -3,9% e del -5,5%: il dollaro americano e il prezzo dell'oro sono anti-correlati e il recente apprezzamento del primo, seguito al rialzo dei tassi, ha portato di conseguenza ad un deprezzamento del valore del metallo prezioso. Di contro, l'aumento delle pressioni inflattive come conseguenza delle prolungate politiche di stimolo monetario, congiuntamente al rialzo dei prezzi delle materie prime, potrebbero essere alla base della ripresa dei prezzi nel lungo periodo. A ciò si aggiungono le rinnovate tensioni tra Cina e Usa che dovrebbero favorire i rialzi dell'oro in qualità di bene rifugio.

	Variazione %		Livello		
Settori (MSCI World AC)	**Dal 29/12/2017 al 29/06/2018**	**2° trim.**	**29/06/2018**	**29/03/2018**	**29/12/2017**
Info Tech	6,6%	3,69%	248,2	239	232,9
Health Care	0,6%	2,12%	233,3	228	232,0
Industrial	-5,3%	-3,19%	239,1	247	252,4
Material	-4,6%	-0,20%	278,9	279	292,3
Cons. Discr.	3,2%	2,57%	253,5	247	245,6
Financials	-8,0%	-6,53%	123,5	132	134,2
Cons. Staples	-7,3%	-2,03%	225,3	230	243,0
Utilities	-1,7%	0,20%	127,4	127	129,5
Real Estate	-3,9%	0,51%	1015,2	1010	1056,2
Tel. Services	-11,1%	-5,34%	69,4	73	78,1
Energy	4,6%	9,45%	240,9	220	230,4
VIX Index	45,7%	-19,43%	16,1	20	11,0

A livello globale, nel primo semestre 2018, in un contesto in cui le attese per l'introduzione di nuovi dazi da parte di Trump continuano ad alimentare un clima di tensione, il Fondo Monetario Internazionale ha definito un'eventuale guerra commerciale il principale fattore di rischio per la ripresa economica globale. A fronte di tale scenario, il Nasdaq 100, e in generale il comparto tecnologico, nei momenti di rialzo della borsa, ha realizzato le migliori *performance,* facendo registrare nuovi massimi storici, mentre nelle fasi ribassiste ha mostrato resilienza alle prese di profitto. Da segnalare è la *performance* di titoli come Facebook

(per la prima volta oltre la soglia dei 200 dollari), Netflix e Apple, che hanno fatto registrare nuovi massimi storici, a conferma della solidità dell'intero comparto tecnologico e quindi di una maggiore forza relativa del Nasdaq 100. Il violento *sell-off* che ha interessato il settore in occasione dello scandalo relativo a Cambridge Analytica è stato interamente riassorbito nelle settimane successive. A sostenere il *trend* rialzista di fondo è stata la solida ripresa economica, le buone prospettive di crescita e la fase di rafforzamento del dollaro. Particolarmente positiva nel periodo anche la *performance* del comparto *energy*, sostenuta dai prezzi crescenti del greggio e dalle allettanti valutazioni delle aziende petrolifere, sia tra le compagnie di produzione che tra le aziende di servizi, oltre che dalle dinamiche inflattive in espansione. Al contrario, il settore bancario ha sofferto in particolar modo il permanere dei tassi a livelli bassi, che impattano negativamente sulla marginalità degli istituti; a tal proposito, la Bce, nella riunione del 14 giugno, ha confermato un atteggiamento altamente accomodante, decidendo, seppur con una diminuzione degli acquisti mensili a partire da ottobre (dagli attuali 30 a 15 miliardi), di prolungare il QE fino a fine 2018. I tassi non saranno alzati almeno fino all'estate del 2019, ossia un trimestre più tardi rispetto a quanto ipotizzato in precedenza e comunque fino a quando il percorso di risalita dell'inflazione non sarà in grado di auto sostenersi e di convergere verso l'obiettivo del 2%. Ad appesantire il comparto anche la discesa repentina dei titoli di Stato italiani, verso cui gli Istituti domestici sono particolarmente esposti, a seguito dell'incapacità di formare un governo in Italia e dei timori che quest'ultimo non mostri attenzione alla tematica del consolidamento dei conti pubblici. Per quanto concerne la gestione degli NPL *(Non Performing Loans)*, si evidenziano i progressi delle banche italiane in merito alla riduzione dei crediti deteriorati, il cui rapporto rispetto agli impieghi è sceso dai massimi del 17% fino all'11% nel 2017.

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% x 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 30/06/2017 e 29/12/2017, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2018 - 31/12/2018.

	Percentuale *white list* ed equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Futuro Italia	4,55%	25,38%
Mediolanum Flessibile Globale	3,80%	25,49%

Eventi successivi alla chiusura del periodo

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

Attività di collocamento delle quote

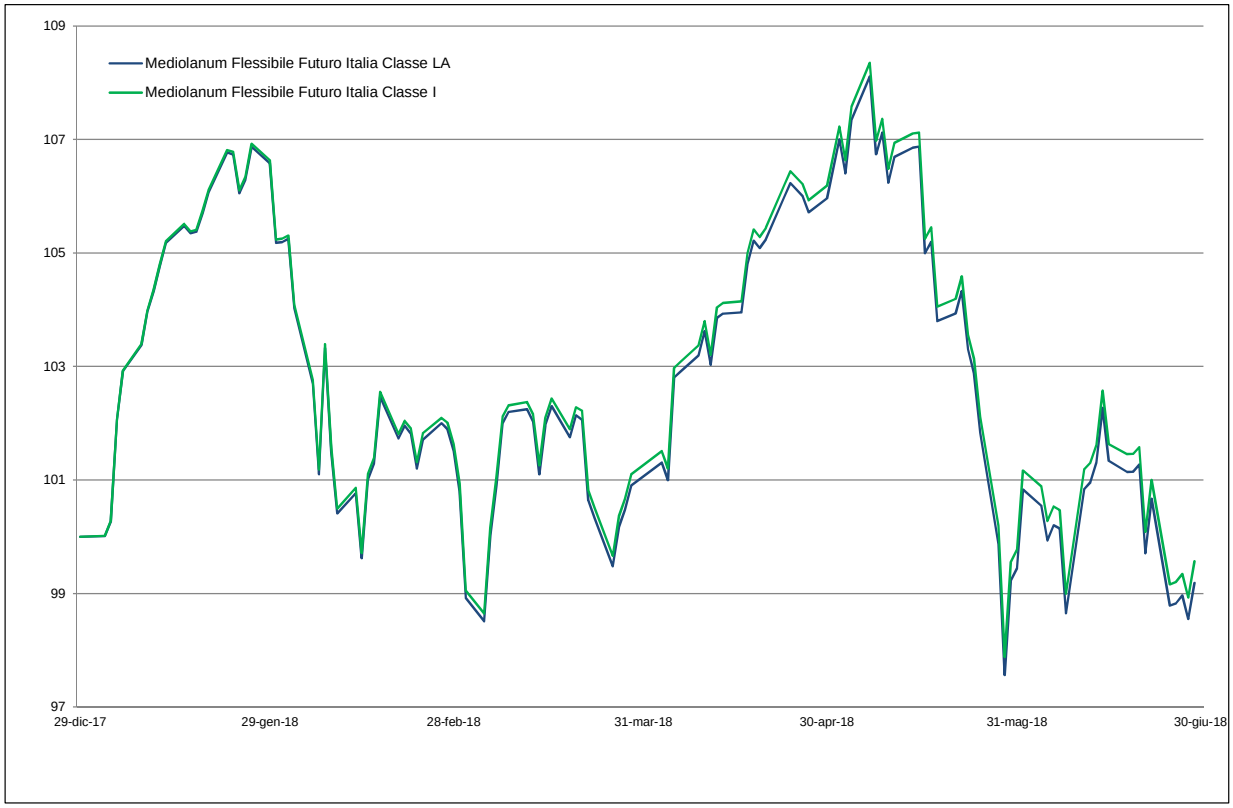
Il collocamento delle quote è stato effettuato, oltre che dalla Mediolanum Gestione Fondi SGR.p.A., da Banca Mediolanum S.p.A., autorizzata dalla Banca d'Italia con provvedimento del Governatore in data 5 giugno 1997 ad effettuare offerta fuori sede.

Mediolanum Flessibile Futuro Italia

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* negativa (-0,81% per la classe LA e -0,43% 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 2018



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 2018, il patrimonio del Fondo è stato principalmente esposto al mercato azionario italiano. Il Fondo, infatti, ha avuto un'esposizione azionaria che mediamente è stata mantenuta all'interno dell'intervallo tra l'85% e il 90% mentre l'esposizione media obbligazionaria è stata di circa l'8%. 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. L'indice Ftsemib rappresentativo dei titoli azionari a maggiore capitalizzazione ha ottenuto una performance marginalmente negativa anche a seguito delle tensioni relative alle elezioni politiche e alla difficoltà nel formare un governo. Maggiormente negative, invece, le performance degli indici Ftse Mid e Small rappresentativi delle società a media e piccola capitalizzazione, che dopo aver beneficiato nel corso del 2018 dell'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) che garantiscono dei benefici fiscali per l'investimento azionario, sono state oggetto di prese di beneficio sui timori di un rallentamento economico legati alle tensioni commerciali.
Il fondo ha avuto un'esposizione principalmente verso il settore finanziario, il settore dei consumi discrezionali ed il settore energetico.
Nel corso del periodo non sono stati riscontrati errori nel calcolo del valore della quota del Fondo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Nella prima parte dell'anno, l'andamento dei mercati finanziari è stato, in generale, poco brillante, con particolare sofferenza per i mercati obbligazionari. Questi ultimi, salvo rare eccezioni, hanno registrato *performance* negative, anche per quanto concerne i titoli a breve scadenza; specialmente penalizzati sono stati i titoli governativi italiani e quelli dei Paesi Emergenti. Tali *performance* sono state il risultato di fattori molteplici ma essenzialmente distinguibili in due macro-categorie: da un lato quelli che erano, almeno in parte, prevedibili e dunque gestibili da parte degli investitori, dall'altro fattori sostanzialmente imprevedibili.
Per quanto concerne i primi, si fa riferimento principalmente al processo di normalizzazione monetaria da parte delle Banche Centrali, già in atto da tempo negli Stati Uniti e che seguirà nei prossimi mesi/anni anche in Eurozona. Quest'ultimo porta naturalmente ad una lievitazione dei tassi d'interesse e, dunque, a perdite in conto capitale per le obbligazioni già presenti sul mercato. Nella prima parte del 2018, tale fenomeno si è effettivamente riflesso in un aumento dei tassi governativi statunitensi, particolarmente marcato sulle scadenze brevi della curva, mentre i rendimenti a lungo termine hanno evidenziato un rialzo più modesto, viste le moderate attese di crescita e inflazione future. Il rendimento decennale tedesco, di contro, si attesta oggi su un livello addirittura inferiore rispetto a quello di inizio anno, complice anche l'intenzione, segnalata da parte della Banca Centrale Europea, di mantenere invariati i tassi di riferimento fino a dopo l'estate del 2019. Il differenziale tra Stati Uniti ed Eurozona, in termini di accelerazione economica, politica monetaria e tassi d'interesse, ha portato, peraltro, ad un apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro nel secondo trimestre. Tra le ragioni che hanno contribuito a limitare l'incremento dei rendimenti governativi a medio-lungo termine, si annovera l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, che hanno innescato una fase di avversione al rischio e *"flight to quality"* da parte degli investitori.
Proprio l'inasprimento delle tensioni geopolitiche rientra tra i suddetti fattori "imprevisti": per un certo periodo era apparsa, infatti, piuttosto probabile una soluzione negoziale della diatriba commerciale tra Stati Uniti e Cina, successivamente riesplosa ed estesa anche ai rapporti con altri *partner* commerciali, tra cui la stessa Unione Europea. Questi sviluppi si sono riflessi negativamente sulle obbligazioni a rischio di credito, come evidenziato dal recente - per quanto ad oggi non drammatico - aumento degli *spread* di credito. Particolarmente colpiti i titoli dei Paesi Emergenti che hanno risentito, tra l'altro, del rafforzamento del dollaro statunitense e di tensioni di natura politico-economica interne ad alcuni Paesi, tra cui Argentina, Turchia, Brasile e Sud-Africa.
In aggiunta al delicato contesto geopolitico internazionale, l'insediamento del nuovo Governo italiano ha suscitato forti timori tra gli investitori internazionali, in particolare a causa del rischio di aumento del *deficit* e del debito pubblico – già molto elevato – a seguito dell'eventuale introduzione di nuove misure di spesa. Ciò ha comportato un aumento dei rendimenti e degli *spread* dei

titoli governativi italiani nei confronti degli analoghi tedeschi, con *performance* negative ad oggi solo parzialmente recuperate. Alla luce delle rassicurazioni giunte da parte del nuovo Ministro dell'Economia circa l'intenzione di non attuare piani fiscali insostenibili e la categorica esclusione dell'ipotesi di uscita dall'euro, è probabile che nel prosieguo si assista ad un graduale rientro dei livelli di tensione.

Le preoccupazioni circa lo scoppio di una guerra commerciale hanno avuto un impatto negativo anche sui mercati azionari, specie gli emergenti e quelli più orientati alle esportazioni.

Il contesto macro-economico di fondo si mantiene, per il momento, piuttosto positivo: la crescita economica mondiale è prevista in prossimità del 4% quest'anno e nel 2019, mentre l'inflazione sta dando segnali di graduale aumento, complice anche l'incremento del prezzo del petrolio. Incoraggianti rimangono anche le previsioni di natura micro-economico, come evidenziato dalle attese sulla crescita degli utili aziendali. Tali elementi lasciano aperta la possibilità di un recupero per i mercati azionari nella seconda parte dell'anno, nonostante siano presenti alcuni "ostacoli", tra cui il graduale aumento dei tassi d'interesse, dell'inflazione e dei costi degli *input* produttivi, nonché i già citati rischi legati all'aumento del protezionismo.

Per ora risulta estremamente difficile anticipare l'evoluzione degli equilibri commerciali e, ancor più, il relativo impatto economico di un'eventuale *escalation*: bisognerebbe tenere conto, infatti, anche di eventuali "effetti di secondo livello", sia in negativo, come le ripercussioni sul *sentiment* economico e di mercato, sia in positivo - possibili aggiustamenti e riallocazioni efficienti delle risorse. Al di là delle tensioni di breve periodo, determinante per l'andamento dei mercati sarà dunque il proseguimento della fase di espansione dell'economia globale: a questo proposito, gli investitori monitorano attentamente la già estesa fase di espansione dell'economia statunitense, la seconda più lunga del dopoguerra, e la tendenza all'appiattimento della curva dei tassi. Per il momento, tuttavia, il contesto non lascia presagire una fine imminente del ciclo economico, considerando anche che l'attuale ciclo di normalizzazione monetaria appare molto meno aggressivo di quelli attuati in passato.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
ENI SPA	6.800.000	108.160.796	7,58
ENEL SPA	16.700.000	79.441.900	5,57
INTESA SANPAOLO	29.600.000	73.600.400	5,16
UNICREDIT SPA	4.700.000	67.191.200	4,71
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES	3.730.000	60.925.820	4,28
ASSICURAZIONI GENERALI	2.600.000	37.362.000	2,63
TENARIS SA	1.970.000	30.958.550	2,18
LUXOTTICA GROUP SPA	540.000	29.840.400	2,10
SNAM SPA	8.200.000	29.323.200	2,06
BANCO BPM SPA	11.365.286	28.549.598	2,01
BTP 3.5 12/18	28.000.000	28.421.400	2,00
TELECOM ITALIA SPA	40.000.000	25.496.000	1,79
EXOR HOLDING NV	426.615	24.615.686	1,73
ATLANTIA SPA	920.000	23.294.400	1,64
RECORDATI SPA	600.000	20.436.000	1,44
AMUNDI TRESO 3 MOIS	18,9360000	19.999.010	1,41
FERRARI NV	170.000	19.805.000	1,39
FINECOBANK BANCA	1.920.000	18.570.240	1,31
TERNA SPA	3.850.000	17.833.200	1,25
CATTOLICA ASSICURAZIONI	2.453.122	17.527.557	1,23
MEDIOBANCA SPA	2.120.000	16.879.440	1,19
POSTE ITALIANE SPA	2.200.000	15.774.000	1,11
PIRELLI & C. SPA	2.200.000	15.734.400	1,11
LYX ETF FTSE IT MIDC	100.000	13.420.000	0,94
DIASORIN SPA	121.198	11.841.045	0,83
MEDIASET SPA	4.200.000	11.508.000	0,81
STMICROELECTRONICS	600.000	11.481.000	0,81
BPER BANCA S.P.A.	2.300.000	10.826.100	0,76
UNIPOLSAI	5.501.287	10.411.186	0,73
LEONARDO SPA	1.175.000	9.947.550	0,70
BTPS 0.35 06/20	10.000.000	9.930.000	0,70
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	2.900.000	9.596.100	0,67
LYXOR ETF MS INDIA	600.000	9.410.400	0,66
DAVIDE CAMPARI	1.300.000	9.158.500	0,64
MONCLER SPA	230.000	8.970.000	0,63
PRYSMIAN SPA	410.000	8.745.300	0,61
AUTOGRILL SPA	816.690	8.681.415	0,61
OVS SPA	3.100.000	8.667.600	0,61
CERVED INFORMATION	930.000	8.556.000	0,60
ITALGAS SPA	1.800.000	8.499.600	0,60
HERA SPA	3.176.839	8.482.160	0,60
ERG SPA	450.000	8.428.500	0,59
SAIPEM SPA	2.100.000	8.282.400	0,58
AVIO SPA	562.931	8.185.017	0,58
ENAV SPA	1.900.000	8.162.400	0,57
INTERPUMP GROUP SPA	300.000	7.992.000	0,56
BRUNELLO CUCINELLI	200.000	7.650.000	0,54
A2A SPA	5.000.000	7.425.000	0,52
BUZZI UNICEM SPA	350.000	7.346.500	0,52
AMPLIFON SPA	404.683	7.187.170	0,51

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 29/06/2018		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	**1.349.446.682**	**94,80**	**1.206.380.590**	**97,36**
A1. Titoli di debito	73.703.367	5,18	120.166.468	9,70
A1.1 titoli di Stato	38.351.400	2,70	74.408.800	6,01
A1.2 altri	35.351.967	2,48	45.757.668	3,69
A2. Titoli di capitale	1.225.291.805	86,07	1.072.378.122	86,54
A3. Parti di OICR	50.451.510	3,55	13.836.000	1,12
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	**1.378.055**	**0,10**	**1.238.612**	**0,10**
B1. Titoli di debito	495.246	0,04	500.000	0,04
B2. Titoli di capitale	882.809	0,06	738.612	0,06
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	**71.803.145**	**5,05**	**30.959.136**	**2,50**
F1. Liquidità disponibile	73.791.673	5,19	43.507.267	3,51
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	24.049.368	1,69	732.000	0,06
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-26.037.896	-1,83	-13.280.131	-1,07
G. ALTRE ATTIVITÀ	**696.410**	**0,05**	**529.169**	**0,04**
G1. Ratei attivi	695.073	0,05	529.169	0,04
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.337	0,00		
TOTALE ATTIVITÀ	**1.423.324.292**	**100,00**	**1.239.107.507**	**100,00**

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 29/06/2018	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	**451.531**	**470.447**
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	451.531	470.447
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	**543.039**	**20.403.301**
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	515.186	20.385.674
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	27.853	17.627
TOTALE PASSIVITÀ	**994.570**	**20.873.748**
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**1.422.329.722**	**1.218.233.759**
LA Numero delle quote in circolazione	**50.700.451,120**	**44.886.424,141**
I Numero delle quote in circolazione	**10.428.937,217**	**7.104.055,905**
LA Valore complessivo netto della classe	**1.176.245.088**	**1.049.882.852**
I Valore complessivo netto della classe	**246.084.634**	**168.350.907**
LA Valore unitario delle quote	**23,200**	**23,390**
I Valore unitario delle quote	**23,596**	**23,698**

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	3.931.977,191
Quote rimborsate	607.095,879

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

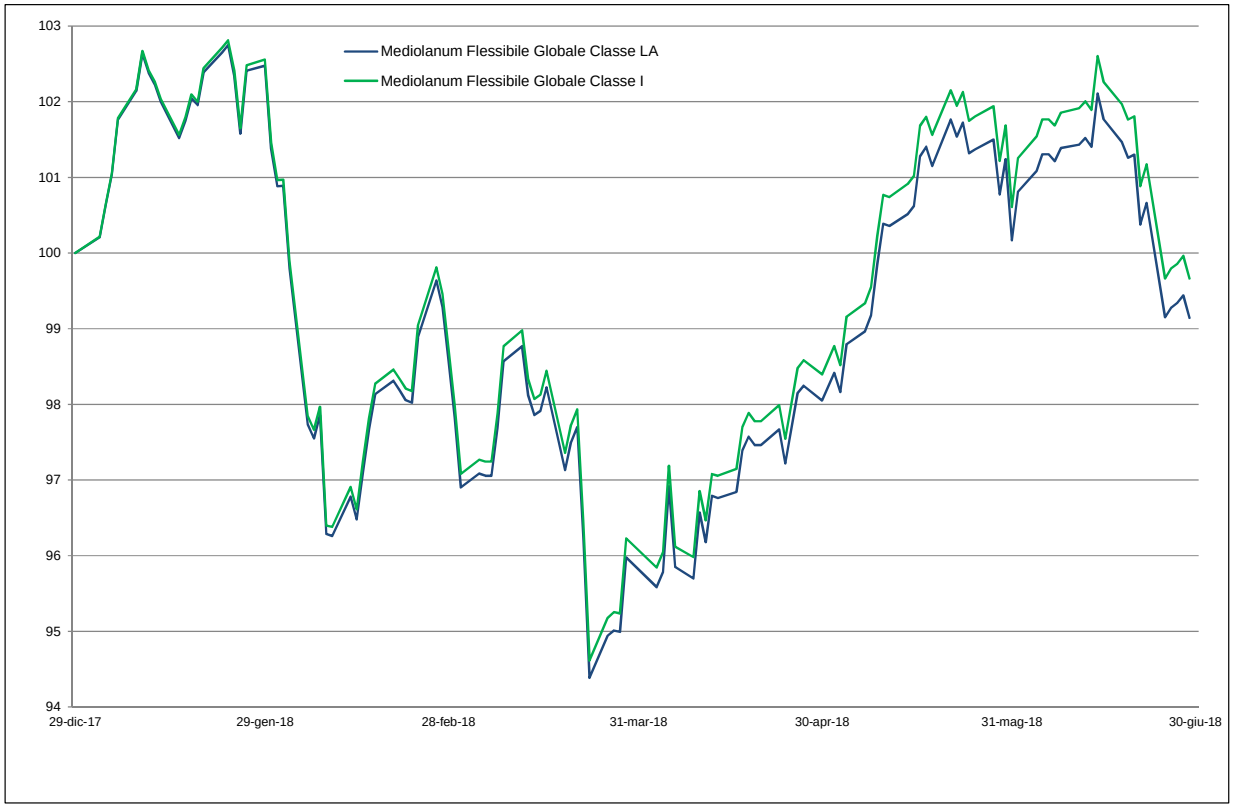
Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	9.383.390,033
Quote rimborsate	3.569.363,054

Mediolanum Flessibile Globale

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* negativa (-0,86% per la classe LA e -0,34% 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 2018



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 sofferto dell'andamento negativo dei listini azionari globali, penalizzati in particolare dalle tensioni geopolitiche a livello globale, dall'instabilità politica nell'Eurozona, e dalla politica protezionistica messa in atto dall'amministrazione statunitense che ha colpito principalmente il mercato europeo e quello dei paesi emergenti.
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 sul mercato europeo e giapponese hanno influito negativamente sulla performance del Fondo: in particolare si segnala l'esposizione al comparto industriale e a quello finanziario. Positiva invece la contribuzione degli investimenti sul mercato americano: in particolare hanno supportato positivamente gli investimenti sul settore energetico e su quello tecnologico.
L'esposizione del Fondo ai mercati azionari dei paesi emergenti ha fornito un contributo negativo all'andamento della quota.
Nel corso del periodo non sono stati riscontrati errori nel calcolo del valore della quota del Fondo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Nella prima parte dell'anno, l'andamento dei mercati finanziari è stato, in generale, poco brillante, con particolare sofferenza per i mercati obbligazionari. Questi ultimi, salvo rare eccezioni, hanno registrato *performance* negative, anche per quanto concerne i titoli a breve scadenza; specialmente penalizzati sono stati i titoli governativi italiani e quelli dei Paesi Emergenti. Tali *performance* sono state il risultato di fattori molteplici ma essenzialmente distinguibili in due macro-categorie: da un lato quelli che erano, almeno in parte, prevedibili e dunque gestibili da parte degli investitori, dall'altro fattori sostanzialmente imprevedibili.
Per quanto concerne i primi, si fa riferimento principalmente al processo di normalizzazione monetaria da parte delle Banche Centrali, già in atto da tempo negli Stati Uniti e che seguirà nei prossimi mesi/anni anche in Eurozona. Quest'ultimo porta naturalmente ad una lievitazione dei tassi d'interesse e, dunque, a perdite in conto capitale per le obbligazioni già presenti sul mercato. Nella prima parte del 2018, tale fenomeno si è effettivamente riflesso in un aumento dei tassi governativi statunitensi, particolarmente marcato sulle scadenze brevi della curva, mentre i rendimenti a lungo termine hanno evidenziato un rialzo più modesto, viste le moderate attese di crescita e inflazione future. Il rendimento decennale tedesco, di contro, si attesta oggi su un livello addirittura inferiore rispetto a quello di inizio anno, complice anche l'intenzione, segnalata da parte della Banca Centrale Europea, di mantenere invariati i tassi di riferimento fino a dopo l'estate del 2019. Il differenziale tra Stati Uniti ed Eurozona, in termini di accelerazione economica, politica monetaria e tassi d'interesse, ha portato, peraltro, ad un apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro nel secondo trimestre. Tra le ragioni che hanno contribuito a limitare l'incremento dei rendimenti governativi a medio-lungo termine, si annovera l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, che hanno innescato una fase di avversione al rischio e *"flight to quality"* da parte degli investitori.
Proprio l'inasprimento delle tensioni geopolitiche rientra tra i suddetti fattori "imprevisti": per un certo periodo era apparsa, infatti, piuttosto probabile una soluzione negoziale della diatriba commerciale tra Stati Uniti e Cina, successivamente riesplosa ed estesa anche ai rapporti con altri *partner* commerciali, tra cui la stessa Unione Europea. Questi sviluppi si sono riflessi negativamente sulle obbligazioni a rischio di credito, come evidenziato dal recente - per quanto ad oggi non drammatico - aumento degli *spread* di credito. Particolarmente colpiti i titoli dei Paesi Emergenti che hanno risentito, tra l'altro, del rafforzamento del dollaro statunitense e di tensioni di natura politico-economica interne ad alcuni Paesi, tra cui Argentina, Turchia, Brasile e Sud-Africa.
In aggiunta al delicato contesto geopolitico internazionale, l'insediamento del nuovo Governo italiano ha suscitato forti timori tra gli investitori internazionali, in particolare a causa del rischio di aumento del *deficit* e del debito pubblico – già molto elevato – a seguito dell'eventuale introduzione di nuove misure di spesa. Ciò ha comportato un aumento dei rendimenti e degli *spread* dei titoli governativi italiani nei confronti degli analoghi tedeschi, con *performance* negative ad oggi solo parzialmente recuperate. Alla luce delle rassicurazioni giunte da parte del nuovo Ministro dell'Economia circa l'intenzione di non attuare piani fiscali insostenibili

e la categorica esclusione dell'ipotesi di uscita dall'euro, è probabile che nel prosieguo si assista ad un graduale rientro dei livelli di tensione.

Le preoccupazioni circa lo scoppio di una guerra commerciale hanno avuto un impatto negativo anche sui mercati azionari, specie gli emergenti e quelli più orientati alle esportazioni.

Il contesto macro-economico di fondo si mantiene, per il momento, piuttosto positivo: la crescita economica mondiale è prevista in prossimità del 4% quest'anno e nel 2019, mentre l'inflazione sta dando segnali di graduale aumento, complice anche l'incremento del prezzo del petrolio. Incoraggianti rimangono anche le previsioni di natura micro-economico, come evidenziato dalle attese sulla crescita degli utili aziendali. Tali elementi lasciano aperta la possibilità di un recupero per i mercati azionari nella seconda parte dell'anno, nonostante siano presenti alcuni "ostacoli", tra cui il graduale aumento dei tassi d'interesse, dell'inflazione e dei costi degli input produttivi, nonché i già citati rischi legati all'aumento del protezionismo.

Per ora risulta estremamente difficile anticipare l'evoluzione degli equilibri commerciali e, ancor più, il relativo impatto economico di un'eventuale escalation: bisognerebbe tenere conto, infatti, anche di eventuali "effetti di secondo livello", sia in negativo, come le ripercussioni sul sentiment economico e di mercato, sia in positivo - possibili aggiustamenti e riallocazioni efficienti delle risorse. Al di là delle tensioni di breve periodo, determinante per l'andamento dei mercati sarà dunque il proseguimento della fase di espansione dell'economia globale: a questo proposito, gli investitori monitorano attentamente la già estesa fase di espansione dell'economia statunitense, la seconda più lunga del dopoguerra, e la tendenza all'appiattimento della curva dei tassi. Per il momento, tuttavia, il contesto non lascia presagire una fine imminente del ciclo economico, considerando anche che l'attuale ciclo di normalizzazione monetaria appare molto meno aggressivo di quelli attuati in passato.

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	21.536.457	6,32
LYXOR ETF MSCI EMERGING	500.000	5.020.000	1,47
EXXON MOBIL CORP	62.570	4.433.569	1,30
APPLE INC	27.788	4.405.665	1,29
T MOBILE US INC	75.000	3.838.164	1,13
SCHLUMBERGER LTD	65.867	3.781.477	1,11
CELGENE CORP	55.023	3.742.816	1,10
EDWARDS LIFESCIENCES	30.000	3.740.395	1,10
AT+T INC	135.494	3.726.359	1,09
HALLIBURTON CO	88.494	3.415.304	1,00
MICROSOFT CORP	38.527	3.253.947	0,96
CHEVRON CORP	28.860	3.125.149	0,92
AMAZON.COM INC	2.045	2.977.251	0,87
JPMORGAN CHASE + CO	32.629	2.912.030	0,85
NEWMONT MINING CORP	90.000	2.906.855	0,85
PHILLIPS 66	29.741	2.860.871	0,84
CONCHO RESOURCES INC	23.717	2.810.368	0,83
VALERO ENERGY CORP	27.469	2.607.501	0,77
DAIMLER AG REGISTERE	46.875	2.584.219	0,76
UCGIM FR 12/49	2.500.000	2.237.875	0,66
CISCO SYSTEMS INC	59.967	2.210.080	0,65
ALPHABET INC CL C	2.273	2.171.960	0,64
PIONEER NATURAL RESOURCES	13.000	2.107.078	0,62
TOYOTA MOTOR CORP	35.303	1.957.278	0,57
COVESTRO AG	25.000	1.910.500	0,56
VINCI SA	22.512	1.854.088	0,54
FACEBOOK INC A	10.955	1.823.284	0,54
JGC CORP	105.000	1.813.008	0,53
AFLAC INC	48.022	1.769.436	0,52
INTEL CORP	41.383	1.761.936	0,52
WALMART INC	23.652	1.735.080	0,51
TAISEI CORP	36.000	1.700.848	0,50
PATTERSON UTI ENERGY	110.000	1.695.858	0,50
AMERICAN EXPRESS	19.268	1.617.287	0,48
HERA SPA	603.808	1.612.167	0,47
CITIGROUP INC	27.806	1.593.745	0,47
JOHNSON + JOHNSON	14.841	1.542.380	0,45
ALLIANZ SE REG	8.678	1.536.180	0,45
ANTHEM INC	7.500	1.529.035	0,45
RALPH LAUREN CORP	14.000	1.507.498	0,44
RPC INC	120.000	1.497.494	0,44
ALPHABET INC CL A	1.528	1.477.797	0,43
HOME DEPOT INC	8.799	1.470.330	0,43
QUALCOMM INC	30.377	1.460.114	0,43
US BANCORP	33.392	1.430.574	0,42
WELLS FARGO + CO	30.000	1.424.521	0,42
EATON CORP PLC	22.224	1.422.655	0,41
UNITEDHEALTH GROUP INC	6.612	1.389.394	0,40
MEDIASET SPA	500.000	1.370.000	0,40
CENTRAL JAPAN RAILWAY	7.600	1.349.296	0,40

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 29/06/2018		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	**317.774.997**	**93,25**	**325.043.681**	**92,23**
A1. Titoli di debito	2.645.870	0,78	18.016.140	5,11
A1.1 titoli di Stato			13.003.640	3,69
A1.2 altri	2.645.870	0,78	5.012.500	1,42
A2. Titoli di capitale	287.649.982	84,41	282.856.341	80,26
A3. Parti di OICR	27.479.145	8,06	24.171.200	6,86
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	**485.232**	**0,14**	**492.408**	**0,14**
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	485.232	0,14	492.408	0,14
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	**21.707.279**	**6,37**	**26.476.233**	**7,51**
F1. Liquidità disponibile	24.489.520	7,19	27.557.454	7,82
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	68.156.702	20,00	115.966.929	32,90
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-70.938.943	-20,82	-117.048.150	-33,21
G. ALTRE ATTIVITÀ	**825.483**	**0,24**	**433.607**	**0,12**
G1. Ratei attivi	24.306	0,01	52.347	0,02
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	801.177	0,23	381.260	0,10
TOTALE ATTIVITÀ	**340.792.991**	**100,00**	**352.445.929**	**100,00**

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 29/06/2018	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	**7.459.126**	
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	**31.834**	**300.078**
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	31.834	300.078
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	**342.331**	**1.694.267**
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	215.765	1.380.268
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	126.566	313.999
TOTALE PASSIVITÀ	**7.833.291**	**1.994.345**
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	**332.959.700**	**350.451.584**
LA Numero delle quote in circolazione	**14.829.016,568**	**15.643.841,483**
I Numero delle quote in circolazione	**1.570.837,756**	**1.483.194,368**
LA Valore complessivo netto della classe	**300.001.709**	**319.227.129**
I Valore complessivo netto della classe	**32.957.991**	**31.224.455**
LA Valore unitario delle quote	**20,231**	**20,406**
I Valore unitario delle quote	**20,981**	**21,052**

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	211.949,770
Quote rimborsate	124.306,382

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	378.957,938
Quote rimborsate	1.193.782,853

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Lucio De Gasperis