

Relazione semestrale al 28 giugno 2019 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Futuro Italia
Mediolanum Flessibile Globale

NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 28 GIUGNO 2019**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Signori Partecipanti,

il contesto economico del primo semestre del 2019 è stato caratterizzato da un iniziale clima di forte incertezza, dovuto a fattori quali l'interruzione dei dialoghi tra Stati Uniti e Cina in tema di *trade war* e, in linea generale, alle politiche commerciali perseguite dal presidente americano Trump, cui si sono contrapposte le indicazioni di future politiche monetarie particolarmente accomodanti dei principali Istituti Centrali. Nonostante dati macroeconomici non particolarmente positivi in termini di crescita globale (nelle proprie stime pubblicate ad aprile il Fondo Monetario Internazionale ha tagliato le stime di crescita di tutte le principali economie), con gli indici PMI manifatturieri in costante calo e attestatisi a maggio a livelli inferiori a 50 in Europa, il sostegno delle Banche Centrali ha fornito un importante e decisivo impulso ai mercati internazionali, generalmente positivi da inizio anno.

Ulteriore sostegno alla *performance* dei mercati è stato fornito dal mutato atteggiamento americano nei confronti dei diversi attori coinvolti nelle politiche commerciali statunitensi. All'iniziale dura presa di posizione del presidente americano Trump nei confronti della Cina, culminata con la decisione di Google di bloccare parzialmente l'accesso ai propri servizi al colosso tecnologico cinese Huawei e con la minaccia dell'applicazione di nuovi dazi sulle importazioni *made in China*, è seguita, in occasione del G20 di fine giugno ad Osaka, la formale riapertura dei negoziati, grazie all'impegno assunto da Pechino di aumentare gli acquisti di prodotti americani. Il timore di un'ulteriore *escalation* nello scontro tra i due Paesi è stato di conseguenza contenuto, attraverso la sospensione di nuove tariffe su oltre 300 miliardi di dollari di merci cinesi e l'allentamento dell'ostracismo americano nei confronti di Huawei, che potrà temporaneamente continuare ad acquistare componenti dalle aziende USA. Il presidente americano ha inoltre deciso di applicare una linea particolarmente garantista e distensiva anche nei confronti di Canada, Europa e Giappone. Attraverso un ordine esecutivo Trump ha difatti ufficialmente rinviato di sei mesi l'aumento delle tariffe al 25% su auto e componenti provenienti negli USA dall'area euro e dal paese asiatico, e ha rimosso i dazi su acciaio e alluminio imposti al Canada nel 2018.

Per quanto riguarda la politica monetaria, con il venir meno del supporto della crescita globale e l'aumento dei rischi per l'economia, derivanti principalmente dalle dispute commerciali internazionali, la Federal Reserve (FED) ha interrotto ad inizio anno il percorso di rialzo dei tassi avviato nel 2015. I verbali della riunione di maggio del FOMC (organismo della Federal Reserve, di cui è il principale strumento di politica monetaria) hanno confermato l'atteggiamento cauto e prudente intrapreso dall'Istituto Centrale nel 2019, nell'attesa del ridimensionamento dei rischi per la crescita. Tuttavia, nella conferenza stampa indetta prima della riunione del FOMC di giugno, il presidente della FED Jerome Powell ha lasciato intendere una possibile apertura ad un taglio futuro dei tassi, indicando che l'Istituto Centrale è pronto a reagire in modo appropriato ad un peggioramento delle stime di crescita mondiale; considerando il forte ribasso dei rendimenti dei titoli governativi americani che ne è conseguito, gli investitori, a fine giugno, stimano il taglio dei tassi di interesse tra le due e le tre volte nell'anno in corso.

Sul versante europeo, a livello politico, le ultime elezioni europee di maggio hanno disegnato un Parlamento decisamente più frammentato ma ancora saldamente sotto il controllo dei partiti europeisti, che continuano ad avere un'ampia maggioranza nonostante il rafforzamento dei partiti euroscettici. Questi ultimi si sono confermati nella propria posizione di forza in Ungheria,

Polonia e in Francia, in ascesa in Italia ma più deboli delle previsioni in Olanda e Spagna. Il Paese per il quale sono derivate le conseguenze più rilevanti nell'immediato è invece la Grecia, avviata verso elezioni anticipate dopo la sconfitta del partito del premier Alexis Tsipras, il cui consenso popolare è stato gravato dalle misure fortemente restrittive imposte al popolo greco e dall'aumento della pressione fiscale e contributiva.

Relativamente alle manovre di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE), la riunione di giugno si è svolta all'insegna di interventi particolarmente accomodanti: tassi fermi almeno fino alla prima metà del 2020 e non più alla fine del 2019, e condizioni riservate alla terza *tranche* di TLTRO (*Targeted Longer Term Refinancing Operations*) variabili e leggermente migliori rispetto a quanto ipotizzato dal mercato, sebbene meno vantaggiose rispetto alla seconda serie. In un successivo intervento di Mario Draghi a Sintra, in occasione del simposio degli istituti centrali, il presidente della BCE non solo ha confermato l'ipotesi di un taglio del tasso sui depositi ma ha anche aperto alla possibilità di un nuovo *quantitative easing*, infondendo nuova tranquillità negli investitori e determinando un forte rialzo sulle Borse europee e tassi di interesse nuovamente a livelli minimi.

Per quanto riguarda l'Italia, i dati forniti a maggio dall'ISTAT relativi al PIL hanno sancito la fine della recessione tecnica in cui il Paese era entrato nei primi mesi dell'anno: il +0,2% nel primo trimestre (+0,1% su base annuale) ha costituito sì un dato superiore alle attese ma ha lasciato tuttavia l'Italia a distanza dalle più vivaci dinamiche di crescita delle altre economie europee (Spagna +0,7%). In tema di valutazione della qualità del credito, Standard and Poor's ha confermato il *rating* del Paese a "BBB/A-2" con *outlook* negativo, prevedendo inoltre una crescita economica dello 0,1% nel 2019 e dello 0,6% nel 2020. L'*outlook* negativo implica che l'agenzia di *rating* potrebbe rivedere al ribasso il giudizio del Paese nei prossimi 2 anni qualora:

- il debito e il *deficit* superassero in maniera significativa le attuali attese in rapporto al PIL;
- si verificasse un marcato deterioramento delle condizioni di finanziamento per lo Stato o per il sistema bancario;
- la crescita potenziale risultasse indebolita a seguito di cambiamenti di politica economica.

L'*outlook* potrebbe invece essere ripristinato a "stabile" nel caso in cui:

- l'economia italiana presentasse segnali di ripresa, accompagnata da una accelerazione nella crescita dell'occupazione e il conseguente miglioramento delle variabili di finanza pubblica;
- si registrassero ulteriori significativi progressi nel sistema bancario, attraverso ad esempio la riduzione del peso in bilancio dei crediti in sofferenza.

Il quadro tratteggiato dalle previsioni economiche di primavera dell'Unione Europea (UE) ha invece descritto un'economia italiana debole e fragile, caratterizzata da finanze pubbliche che, in assenza di future manovre correttive, potrebbero portare il *deficit* oltre i limiti stabiliti dal Trattato di Maastricht nel 2020. Anche per il debito è previsto un *trend* crescente, che potrà toccare il 133,7% del PIL a fine 2019 e il 135,2% nel 2020. La traiettoria della limitata crescita economica e l'aumento del debito pubblico hanno allertato la Commissione Europea, che ha prontamente inviato una richiesta di chiarimenti al governo italiano per capire le ragioni dell'aumento del debito pubblico fatto registrare dai conti italiani nel biennio 2017-2018 (dal 131,4% nel 2017 al 132,2% del PIL nel 2018). Nella lettera inviata, che potrebbe costituire atto propedeutico ad un rapporto sul debito, Bruxelles ha evidenziato come l'Italia non abbia effettuato progressi sufficienti nel corso del 2018 per rispettare i criteri imposti e, di conseguenza, ha richiesto al governo i fattori rilevanti che possano spiegare tale situazione. La decisione finale di un'eventuale apertura di una procedura per debito eccessivo sarà presa dalla Commissione solo a seguito della valutazione della risposta del governo italiano. Il piano studiato dal Ministro dell'Economia Tria e presentato a Bruxelles con l'obiettivo di stoppare la procedura d'infrazione, prevede un percorso di riduzione del *deficit* strutturale tra gli 8 e i 10 miliardi fra quest'anno e il prossimo e la garanzia di non aumentare ulteriormente il debito: il pacchetto relativo ai conti del 2019 (i primi 3-4 miliardi di euro) deriverebbero interamente dalle entrate maggiori del previsto e dalle minori spese per reddito di cittadinanza e quota 100, che si tradurrebbero inoltre in una riduzione del rapporto tra *deficit* e PIL di 2-3 punti decimali. Il minor disavanzo per il 2019 potrebbe costituire per l'esecutivo italiano un'importante leva da utilizzare nei confronti della Commissione Europea contro la procedura, considerando che la stessa si era semplicemente limitata a chiedere di non aumentare l'indebitamento netto.

Spostando l'attenzione sul Giappone, così come avvenuto per FED e BCE, anche i verbali della riunione della Bank of Japan (BoJ) di aprile riportano un generalizzato consenso verso il mantenimento di una politica monetaria espansiva, da realizzare attraverso una *forward guidance* che prevede tassi estremamente bassi almeno fino alla fine di aprile 2020.

Per quanto concerne la Gran Bretagna, infine, la questione Brexit ha impresso all'economia britannica una forte volatilità durante tutto il primo semestre del 2019. Il mancato accordo di marzo in merito all'uscita del Regno Unito dal blocco europeo e la conseguente proroga dell'art. 50 fino al 31 ottobre 2019, hanno portato la *premier* Theresa May, ormai rassegnata all'impossibilità di colmare le importanti differenze politiche con il partito Laburista, ad annunciare le proprie dimissioni con effetto a partire dal 7 giugno. Il passo indietro dalla May non ha però risolto il problema fondamentale di come e se attuare la Brexit, considerando soprattutto che, chiunque sarà il suo successore, dovrà comunque trovare un'intesa tra l'Unione Europea e un Parlamento diviso e contrario all'uscita dall'Unione Europea in assenza di un accordo.

		Variazione (pb)		Rendimento			
		Dal 28/12/2018 al 28/06/2019	2° trim.	28/06/2019	29/03/2019	28/12/2018	
Mercati obbligazionari							
Stati Uniti							
Rendimenti Governativi	2 anni	-76	-51	1,75%	2,26%	2,52%	
	5 anni	-79	-47	1,77%	2,23%	2,55%	
	10 anni	-71	-40	2,01%	2,41%	2,72%	
	30 anni	-49	-29	2,53%	2,81%	3,02%	
	Germania						
	2 anni	-14	-15	-0,75%	-0,60%	-0,61%	
	5 anni	-35	-21	-0,66%	-0,45%	-0,31%	
	10 anni	-57	-26	-0,33%	-0,07%	0,24%	
	30 anni	-61	-31	0,27%	0,57%	0,88%	
	Italia						
	2 anni	-25	-1	0,22%	0,23%	0,47%	
	5 anni	-45	-15	1,36%	1,50%	1,80%	
	10 anni	-64	-39	2,10%	2,49%	2,74%	
	30 anni	-44	-39	3,09%	3,47%	3,53%	
	Spread	Italia - Germania					
		2 anni	-11	14	0,97%	0,83%	1,08%
10 anni		-7	-13	2,43%	2,56%	2,50%	
Spagna - Germania							
2 anni		-5	9	0,32%	0,23%	0,37%	
	10 anni	-45	-44	0,72%	1,17%	1,17%	

Dalla fine del 2018 e nel corso dell'ultimo trimestre, i principali titoli governativi hanno generalmente registrato un calo dei rendimenti lungo tutto il tratto della curva, sostenuti dai toni particolarmente accomodanti utilizzati dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea.

Negli Stati Uniti, il rendimento del *Treasury* a 2 anni è passato dal 2,52% di inizio anno all'1,75% di fine semestre (con un decremento di 76 *basis points*); stessa dinamica anche per i titoli decennali, che hanno registrato una riduzione nei rendimenti pari a 71 *basis points*, passando dal 2,72% di inizio anno al 2,01% di fine giugno. La riduzione dei rendimenti ha trovato sostegno nella reazione della FED all'aumento dei rischi per la crescita derivanti dalla *trade war* e nella dinamica inflazionistica debole. Il presidente Jerome Powell, per contrastare il rallentamento dell'economia, ha dichiarato che l'Istituto Centrale è pronto a reagire in modo appropriato, lasciando intendere una possibile apertura ad un futuro taglio dei tassi di riferimento.

Anche in Europa la politica monetaria della Banca Centrale Europea ha fornito un importante sostegno ai titoli governativi. Il presidente Mario Draghi, in un intervento a Sintra in occasione del simposio degli istituti centrali, non solo ha confermato l'ipotesi di un taglio del tasso sui depositi ma non ha neanche escluso la possibilità di un nuovo *quantitative easing*.

Il rendimento dei governativi tedeschi ha registrato una riduzione dei rendimenti su tutte le scadenze considerate, raggiungendo nuovi minimi *record*; il tratto di curva tedesco, a fine semestre, riconosce rendimenti positivi solo a partire dal quindicesimo anno, con il trentennale che si attesta ad un rendimento pari allo 0,27%.

Per quanto riguarda i Titoli di Stato italiani, ad una prima fase di volatilità legata ad una possibile procedura di infrazione per debito eccessivo da parte della Commissione Europea, si è contrapposta una fase di forte recupero innescata dalle parole di Draghi a Sintra. Il rendimento del BTP decennale ha raggiunto il 2,10%, toccando un rendimento massimo registrato del 2,96%, con lo *spread* rispetto ai titoli governativi tedeschi passato dai 250 *basis points* (bps) di inizio anno a 243 bps, raggiungendo un massimo di 287 bps. Anche sulla parte a breve della curva (BTP a 2 anni) si è assistito ad una riduzione dei rendimenti, attestatisi nel mese di giugno allo 0,22% dallo 0,47% di inizio anno, toccando un massimo dello 0,74% a metà maggio. Da inizio anno, il rendimento del BTP a 5 anni è passato dall'1,80% all'1,36% registrato a fine giugno.

Mercati azionari	Variazione %		Livello		
	Dal 28/12/2018 al 28/06/2019	2° trim.	28/06/2019	29/03/2019	28/12/2018
Indici Mondiali					
MSCI All Country World	15,6%	2,9%	523	509	453
MSCI World	16,4%	3,4%	2.178	2.108	1.871
Indici Statunitensi					
Dow Jones I.A.	15,3%	2,6%	26.600	25.929	23.062
S&P 500	18,3%	3,8%	2.942	2.834	2.486
Nasdaq Comp.	21,6%	3,6%	8.006	7.729	6.585
Indici Europei					
STOXX Europe 600	14,5%	1,5%	385	379	336
EURO STOXX	15,0%	2,4%	376	367	327
FTSE MIB	15,9%	-0,2%	21.235	21.286	18.324
DAX	17,4%	7,6%	12.399	11.526	10.559
CAC 40	18,4%	3,5%	5.539	5.351	4.679
AEX	16,0%	2,3%	562	549	484
IBEX 35	8,3%	-0,4%	9.199	9.240	8.494
SMI	17,4%	4,4%	9.898	9.478	8.429
FTSE 100	10,3%	2,0%	7.426	7.279	6.734
Indici Asiatici					
NIKKEI 225	6,3%	0,3%	21.276	21.206	20.015
S&P/ASX 200	17,1%	7,1%	6.619	6.181	5.654
Hang Seng	11,9%	-1,8%	28.543	29.051	25.504
Indici Emergenti					
MSCI Emerging Markets	9,6%	-0,3%	1.055	1.058	963

Gli indici azionari globali nel semestre appena concluso hanno ottenuto *performance* generalmente positive; l'Europa e gli Stati Uniti sono le aree geografiche dove i mercati hanno mostrato rialzi più marcati.

Le politiche monetarie espansive della Banca Centrale Europea e della FED, mirate a contrastare da un lato il rallentamento dell'economia e la bassa inflazione e dall'altro i rischi derivanti dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, hanno fornito un importante sostegno ai mercati azionari.

Nel primo semestre il mercato azionario statunitense ha sovraperformato i mercati azionari delle altre aree geografiche grazie ad un quadro macroeconomico che in termini relativi si è mostrato migliore rispetto all'Europa ed al Giappone.

In Europa si evidenzia la *sottoperformance* relativa dell'indice azionario inglese dopo il mancato accordo sulla Brexit ed il conseguente protrarsi dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea.

Il mercato giapponese ha sottoperformato gli altri mercati azionari dell'area asiatica sfavorito dalle tensioni inerenti la *trade war* e dalla forza relativa dello Yen, che ha impattato negativamente sui profitti delle società quotate. In Asia si segnala inoltre la *performance* molto positiva del mercato australiano, supportato dall'atteggiamento della Banca Centrale che già da inizio anno ha iniziato un percorso progressivo di riduzione dei tassi di riferimento.

La politica monetaria espansiva della Banca Centrale Indiana, unitamente ad un quadro politico che, dopo le elezioni di maggio, potrà garantire maggiore impulso alle riforme strutturali attese nel Paese, sono stati gli elementi che hanno favorito la *sovraperformance* del mercato indiano rispetto ai Paesi Emergenti.

Valute	Variazione %		Livello		
	Dal 28/12/2018 al 28/06/2019	2° trim.	28/06/2019	29/03/2019	28/12/2018
Eur Usd	-0,6%	1,4%	1,137	1,122	1,144
Eur Gbp	-0,6%	4,1%	0,896	0,861	0,901
Eur Jpy	-2,9%	-1,4%	122,66	124,35	126,26

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 -0,6% contro il dollaro (Usd), -0,6% contro la sterlina inglese (Gbp) e -2,9% contro lo yen giapponese (Jpy). Da inizio anno, tuttavia, nei confronti del dollaro l'euro si è mosso in un *trading range* tra 1,1100 e 1,1550, chiudendo il periodo pressoché invariato: i fattori di potenziale rafforzamento della valuta americana, quali la solidità dei dati macroeconomici e il differenziale di rendimento tra euro e dollaro, non hanno trovato supporto nella inaspettata svolta accomodante della FED in tema di politiche monetarie.

Con riferimento al confronto con la sterlina, dopo una prima fase dell'anno caratterizzata dalle aspettative di una chiusura positiva della Brexit, che ha portato il cambio sino al livello 0,849 a marzo, il mancato raggiungimento dell'accordo circa l'uscita della Gran Bretagna dal blocco europeo e la procrastinazione della data ultima dell'uscita a fine ottobre, hanno impresso debolezza alla sterlina, che ha chiuso il semestre a 0,896 contro euro.

Infine, per quanto riguarda lo yen, il rafforzamento contro l'euro è legato alle decisioni della Bank of Japan (BoJ), che ha attuato un programma di allentamento della politica monetaria meno aggressivo di quello americano ed europeo. La divisa nipponica, inoltre, è stata oggetto di flussi in acquisto durante le tensioni dovute alla *Trade War* tra Stati Uniti e Cina.

Materie Prime	Variazione %		Livello		
	Dal 28/12/2018 al 28/06/2019	2° trim.	28/06/19	29/03/19	28/12/18
Petrolio (Brent)	24,2%	-4,6%	64,4	67,5	51,9
ORO	10,1%	9,1%	1.409,6	1.292,4	1.280,7

Per quanto riguarda le *commodities*, il petrolio ha beneficiato da inizio anno dalla prosecuzione dei tagli alla produzione in seno all'Opec, dalla riapertura del dialogo USA-Cina e dalle tensioni occorse tra Stati Uniti e Iran, con il governo americano che ha interrotto la deroga per l'importazione di petrolio dal Paese mediorientale di cui godevano otto Paesi, tra cui l'Italia, registrando una *performance* positiva del 24,2% da inizio anno.

L'inversione nella politica di rialzo dei tassi decisa dalla Federal Reserve, nonché le previsioni di futuri tagli del costo del denaro, hanno favorito la dinamica del prezzo dell'oro, il cui valore risulta in aumento da inizio anno, in particolar modo grazie all'andamento fatto registrare nell'ultimo trimestre, rispettivamente del +10,1% e del +9,1. A ciò si è aggiunto, nel periodo, anche il timore legato agli scontri commerciali tra USA e Cina, che hanno favorito i rialzi dell'oro in qualità di bene rifugio.

Settori (MSCI World AC)	Variazione %		Livello		
	Dal 28/12/2018 al 28/06/2019	2° trim.	28/06/2019	29/03/2019	28/12/2018
Info Tech	25,2%	4,85%	269,6	257,2	215,4
Health Care	9,5%	0,89%	252,0	249,8	230,2
Industrial	18,5%	3,84%	249,9	240,7	210,8
Material	13,7%	2,80%	270,6	263,2	237,9
Cons. Discr.	18,1%	3,91%	260,3	250,5	220,4
Financials	13,2%	4,63%	124,0	118,5	109,5
Cons. Staples	13,5%	2,04%	240,6	235,8	212,0
Utilities	11,0%	1,63%	141,0	138,7	127,0
Real Estate	15,0%	-0,52%	1.085,3	1.091,0	943,8
Tel. Services	14,4%	2,88%	76,5	74,4	66,9
Energy	11,4%	-2,00%	215,3	219,7	193,2
VIX Index	-46,8%	9,99%	15,1	14	28,3

A livello globale, nel primo semestre 2019, tutti i settori industriali hanno ottenuto *performance* positive in un contesto in cui le dinamiche delle politiche monetarie delle Banche Centrali e la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina hanno condizionato i mercati azionari. Sulle *performance* settoriali ha avuto impatto, in particolar modo, il susseguirsi di notizie inerenti la *trade war* e le possibili conseguenze sulla crescita economica mondiale.

I settori più penalizzati sono stati il settore legato alle materie prime e quello energetico. Quest'ultimo ha comunque beneficiato del rialzo del prezzo del greggio, che da fine anno scorso è passato da 46,67 dollari ai 58,47 dollari di fine giugno.

I titoli del settore tecnologico, con particolare evidenza in quello statunitense, hanno fatto registrare le *performance* migliori, beneficiando di risultati operativi molto positivi. Il comparto finanziario, pur conseguendo *performance* positive nel periodo, è stato penalizzato dallo scenario di bassi tassi d'interesse e da una limitata visibilità degli utili futuri. Il mercato si è attestato su livelli di volatilità tendenzialmente ridotti, con gli investitori che hanno mostrato cautela in particolar modo nel periodo di massima tensione del conflitto sulla *trade war*.

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 29/06/2018 e 28/12/2018, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2019 - 31/12/2019.

	Percentuale <i>White List</i> ed Equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Futuro Italia	98,31%	25,56%
Mediolanum Flessibile Globale	99,97%	25,99%

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.

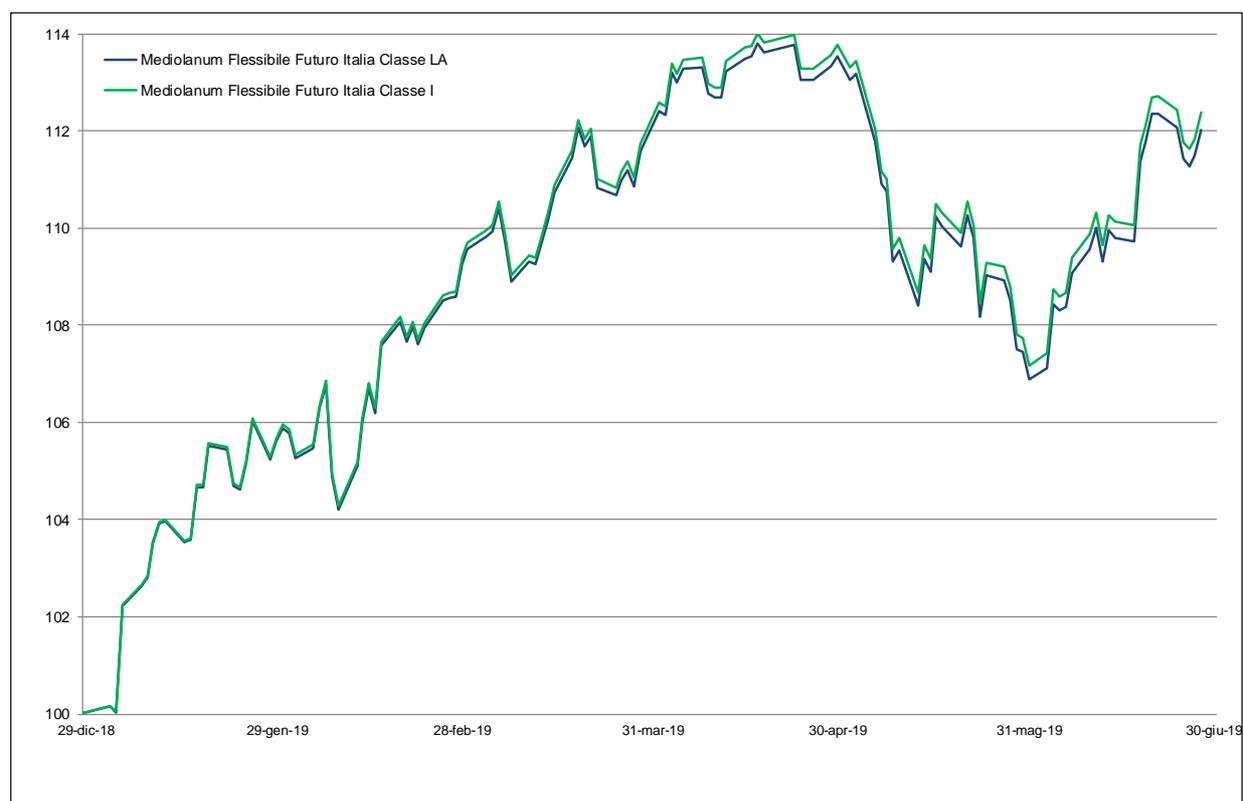
Mediolanum Flessibile Futuro Italia

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (12,03% per la classe LA e 12,38% 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 2019



Benchmark

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

Gestione del Rischio

Nel corso dei primi sei mesi del 2019, il patrimonio del Fondo è stato principalmente esposto al mercato azionario italiano. Il Fondo, infatti, ha avuto un'esposizione azionaria che mediamente è stata nell'intervallo 80%-85%, mentre l'esposizione media obbligazionaria è stata tra il 6% e il 7%. 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 sia a piccola e media capitalizzazione. L'indice Ftsemib rappresentativo dei titoli azionari a maggiore capitalizzazione ha ottenuto una *performance* molto positiva, allineandosi alle *performace* dei principali indici azionari continentali. Gli indici Ftsemid e Ftse small cap, seppur positivi, hanno ottenuto dei risultati inferiori in seguito alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, e per i timori di un rallentamento della crescita economica. Le decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali sono stati i principali *driver* di crescita dei listini azionari. La Federal Reserve statunitense ha dapprima stoppato il percorso di normalizzazione del livello dei tassi per poi aprire a probabili tagli degli stessi per sostenere la crescita economica. Anche la Banca Centrale europea ha nuovamente ribadito l'intenzione di non rialzare il livello dei tassi per i prossimi trimestri e ha introdotto un nuovo piano di rifinanziamento del sistema bancario europeo.

Il Fondo ha beneficiato dell'esposizione azionaria principalmente detenuta nei settori finanziario, energetico ed industriale. Nel corso del periodo non sono stati riscontrati errori nel calcolo del valore della quota del Fondo.

Evoluzione prevedibile della gestione

Da inizio anno e nel secondo trimestre, le principali categorie di investimento finanziario hanno registrato *performance* positive, influenzate principalmente da due fattori: l'evoluzione dello scontro commerciale tra Stati Uniti e Cina e l'adozione di un approccio comunicativo più accomodante da parte delle principali Banche Centrali.

A maggio, una nuova *escalation* nel conflitto tra USA e Cina ha generato temporanea volatilità sui mercati azionari e causato una parziale correzione dei rialzi registrati fino a quel momento. Già dall'inizio del mese di giugno, tuttavia, la conferma dell'incontro tra Trump e Xi al G-20 di Osaka del 28 giugno - che si è poi effettivamente concluso con una tregua e una ripresa delle negoziazioni - ha contribuito ad un recupero. A supportare il *sentiment* di mercato hanno inoltre contribuito in larga misura le recenti dichiarazioni della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea, che hanno risposto all'incremento dei rischi geopolitici e ad un evidente calo delle aspettative di inflazione lasciando intendere la possibilità di intraprendere una nuova fase di allentamento monetario, qualora le condizioni macroeconomiche lo rendessero necessario.

La forte discesa dei rendimenti obbligazionari (il rendimento decennale tedesco ha segnato un *record* negativo e quello americano è sceso sotto il 2% per la prima volta dal 2016) e il contemporaneo brillante rialzo dei listini azionari (quelli statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi storici), non rappresentano, dunque, una contraddizione interna ai mercati finanziari, come potrebbe apparire a prima vista: i primi riflettono la ricerca di sicurezza in un contesto incerto, il calo delle attese di inflazione e l'anticipazione di un taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali; proprio quest'ultimo, allo stesso tempo, supporta i *"risky assets"*, fornendo una forma di assicurazione preventiva contro i rischi di un rallentamento economico, in un quadro di crescita che, per ora, appare ancora positivo.

Attualmente il mercato sconta implicitamente – e con piena probabilità - un primo taglio dei Fed funds già il 31 luglio, seguito da altri due entro fine anno. Si tratterebbe, per l'appunto, di un taglio "preventivo": l'economia statunitense, infatti, sta mostrando dei segnali di rallentamento nel settore manifatturiero, in linea con il *trend* globale in atto, ma gli altri comparti, specie quelli legati ai consumi interni (complice la confermata forza del mercato del lavoro), appaiono in salute e dovrebbero continuare a sostenere la crescita anche nei prossimi mesi. A luglio, peraltro, l'attuale fase espansiva è diventata ufficialmente la più duratura della storia statunitense dal dopoguerra. Si tratta, però, anche della più moderata, per cui non ha ancora generato i tipici segnali da ciclo maturo, tra cui l'accelerazione dell'inflazione.

In Eurozona, dopo le ultime dichiarazioni di Draghi e sulla base all'andamento ancora debole dei dati economici, in particolare dell'inflazione, il mercato assegna un'elevata probabilità ad un ritocco verso il basso dei tassi di riferimento a settembre. Successivamente, il testimone dovrebbe passare a Christine Lagarde, l'attuale Direttrice del FMI; in base alle prime reazioni, questa nuova figura sembra, comunque, rappresentare una sostanziale prosecuzione della politica monetaria nel solco tracciato dal suo predecessore. Il rinnovato supporto da parte della BCE e la riduzione del rischio di un'aperta guerra commerciale lasciano nuovamente ben sperare per una ripresa economica nella seconda parte dell'anno; in effetti, nell'ultimo periodo, le sorprese economiche sono state meno negative e gli indicatori anticipatori hanno mostrato i segnali di una prima stabilizzazione. Anche per l'Italia le tensioni sono calate negli ultimi tempi, dopo che, grazie alla revisione dei conti pubblici per il 2019 e gli impegni presi il 2020, è stata evitata l'applicazione della procedura di infrazione da parte della Commissione Europea: i mercati hanno accolto positivamente questi segnali, con una sostanziosa riduzione dei rendimenti governativi e dello *spread* rispetto ai quelli tedeschi, che rimane comunque tra i più elevati dell'area euro.

In sintesi, tornando a scontare un miglioramento del quadro geopolitico e un deciso sostegno monetario, i mercati finanziari hanno registrato forti rialzi nell'ultimo periodo. Ciò espone, nelle prossime settimane, ad un rischio di parziale delusione, nel caso in cui tali attese non siano pienamente corrisposte. Non tutti i membri della FED sono in effetti concordi nel ritenere appropriato un taglio dei tassi già in occasione del prossimo *meeting* del 31 luglio e l'Istituto Centrale potrebbe, quindi, decidere di attendere eventuali maggiori segnali di deterioramento economico prima di procedere. Inoltre, la tregua tra USA e Cina potrebbe dimostrarsi più fragile del previsto: lo scontro ha, infatti, natura strategica e difficilmente troverà una completa risoluzione in tempi brevi, rimanendo una potenziale fonte di incertezza. Saranno importanti, inoltre, i prossimi dati macroeconomici e i risultati delle trimestrali societarie, al fine di valutare lo stato di salute dei fondamentali economici.

Nel complesso, tuttavia, l'economia globale continua a crescere, le Banche Centrali si sono dimostrate sempre pronte ad intervenire se necessario e il rischio di una pericolosa *escalation* commerciale potrebbe rimanere sotto controllo, visto anche l'approssimarsi delle elezioni Presidenziali statunitensi del 2020. Non è certamente nell'interesse di Trump, infatti, presentarsi a quell'appuntamento con un'economia in recessione e un crollo dei mercati. Questo contesto, considerando anche la sempre più evidente carenza di alternative d'investimento appetibili a basso rischio, dovrebbe continuare a favorire l'investimento negli *asset* finanziari che offrono un adeguato premio per il rischio.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
ENEL SPA	19.000.000	116.659.996	7,62
ENI SPA	7.710.000	112.612.260	7,37
UNICREDIT SPA	8.220.000	88.989.720	5,83
INTESA SANPAOLO	44.200.000	83.184.400	5,45
ASSICURAZIONI GENERA	2.715.000	44.960.400	2,94
FIAT CHRYSLER AUTOMO	2.900.000	35.571.400	2,33
STMICROELECTRONICS	2.250.000	35.100.000	2,30
EXOR HOLDING NV	500.000	30.800.000	2,02
BTP 4 09/20	29.000.000	30.357.200	1,99
TERNA SPA	5.000.000	28.000.000	1,83
SAIPEM SPA	6.400.000	28.000.000	1,83
CNH INDUSTRIAL NV	2.660.000	23.987.880	1,57
FERRARI NV	160.000	22.848.000	1,50
ATLANTIA SPA	990.000	22.680.900	1,49
MEDIOBANCA SPA	2.500.000	22.665.000	1,48
SNAM SPA	5.100.000	22.292.100	1,46
MONCLER SPA	540.000	20.304.000	1,33
AMUNDI TRESO 3 MOIS	18,62	19.605.724	1,28
UCGIM FR 12/49	18.000.000	18.993.600	1,24
POSTE ITALIANE SPA	2.050.000	18.983.000	1,24
TELECOM ITALIA SPA	39.000.000	18.727.800	1,23
PRYSMIAN SPA	1.000.000	18.150.000	1,19
FINECOBANK	1.797.500	17.633.475	1,16
TENARIS SA	1.500.000	17.265.000	1,13
RECORDATI SPA	450.000	16.497.000	1,08
CATTOLICA ASSICURAZIONI	1.982.722	15.594.109	1,02
DAVIDE CAMPARI MILANO	1.800.000	15.507.000	1,02
BTPS 0.35 06/20	15.000.000	15.056.100	0,99
AMPLIFON SPA	720.000	14.803.200	0,97
LEONARDO SPA	1.300.000	14.488.500	0,95
HERA SPA	4.200.000	14.128.800	0,93
UNIPOLSAI	6.100.000	13.779.900	0,90
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	3.147.861	13.482.289	0,88
NEXI SPA	1.483.322	13.440.381	0,88
IREN SPA	5.700.000	13.030.200	0,85
LYX ETF FTSE IT MIDC	100.000	12.442.000	0,82
BANCA MEDIOLANUM SPA	1.796.667	11.633.419	0,76
ERG SPA	585.000	10.530.000	0,69
PIRELLI & C. SPA	1.900.000	9.876.200	0,65
BUZZI UNICEM SPA	550.000	9.814.750	0,64
BANCO BPM SPA	5.300.000	9.487.000	0,62
ENAV SPA	1.820.000	9.081.800	0,60
SIAS SPA	504.646	8.230.776	0,54
AVIO SPA	562.931	8.173.758	0,54
INTERPUMP GROUP SPA	301.357	8.154.720	0,53
INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATICHE	110.000	8.013.500	0,53
CERVED INFORMATION	1.020.000	7.950.900	0,52
FILA SPA	592.100	7.744.668	0,51
TECHNOGYM SPA	770.243	7.540.679	0,49
ILLIMITY BANK SPA	815.350	7.240.308	0,47

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.490.635.413	97,61	1.259.878.177	94,08
A1. Titoli di debito	108.931.297	7,13	88.041.143	6,57
A1.1 titoli di Stato	45.413.300	2,97	52.279.500	3,90
A1.2 altri	63.517.997	4,16	35.761.643	2,67
A2. Titoli di capitale	1.345.531.992	88,11	1.131.666.753	84,51
A3. Parti di OICR	36.172.124	2,37	40.170.281	3,00
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.722.910	0,11	3.481.704	0,26
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	1.722.910	0,11	3.481.704	0,26
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	33.638.938	2,20	74.603.989	5,57
F1. Liquidità disponibile	38.838.700	2,54	95.955.193	7,16
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	7.689.947	0,50	10.653.213	0,80
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-12.889.709	-0,84	-32.004.417	-2,39
G. ALTRE ATTIVITÀ	1.290.442	0,08	1.216.430	0,09
G1. Ratei attivi	1.289.626	0,08	984.228	0,07
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	816	0,00	232.202	0,02
TOTALE ATTIVITÀ	1.527.287.703	100,00	1.339.180.300	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	648.495	2.473.406
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	648.495	2.473.406
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	13.014.219	521.934
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	12.986.038	503.272
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	28.181	18.662
TOTALE PASSIVITÀ	13.662.714	2.995.340
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.513.624.989	1.336.184.960
LA Numero delle quote in circolazione	56.344.633,538	55.425.204,698
I Numero delle quote in circolazione	10.994.981,193	11.198.721,506
LA Valore complessivo netto della classe	1.261.479.335	1.107.648.773
I Valore complessivo netto della classe	252.145.654	228.536.187
LA Valore unitario delle quote	22,389	19,985
I Valore unitario delle quote	22,933	20,407

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	717.698,341
Quote rimborsate	921.438,654

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	4.353.122,041
Quote rimborsate	3.433.693,201

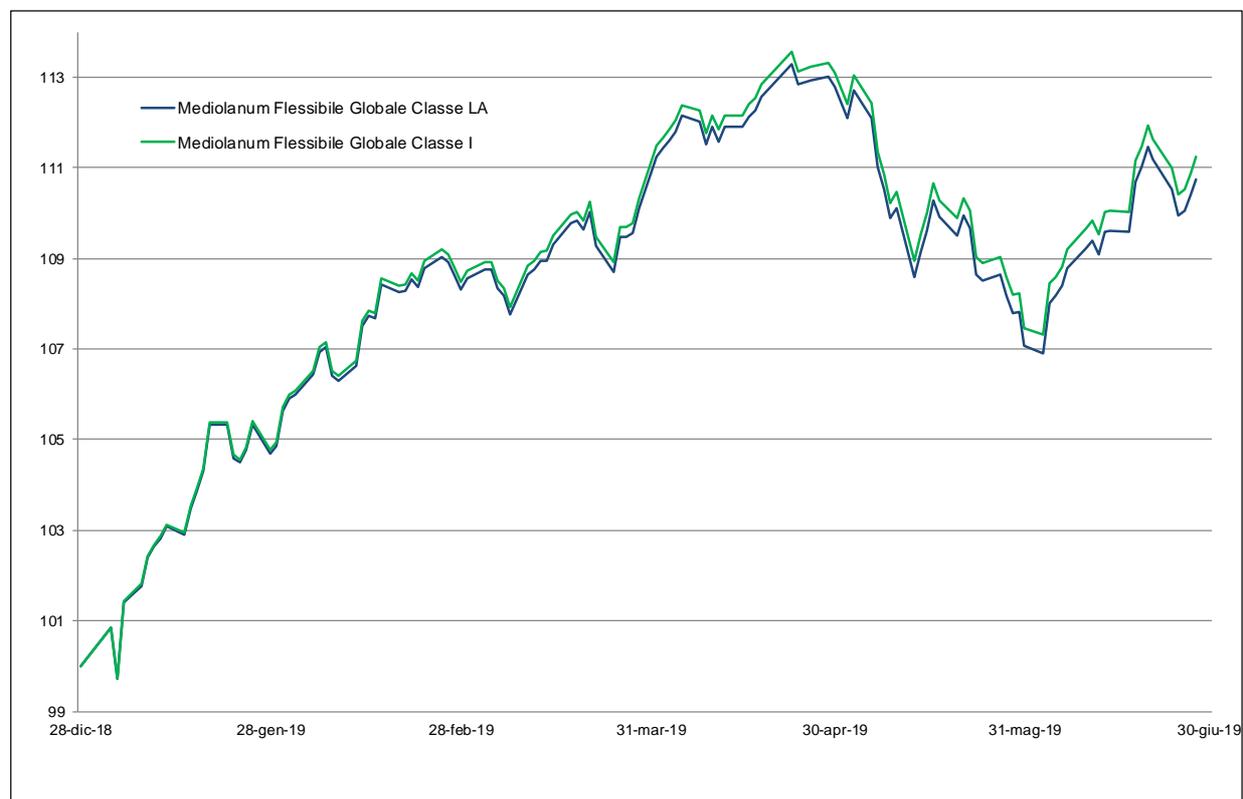
Mediolanum Flessibile Globale

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (10,75% per la classe LA e 11,24% per la classe I), gravata degli oneri gestionali diretti ed indiretti.

Il rendimento differenziale 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 2019



Benchmark

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

Gestione del Rischio

Il risultato gestionale del Fondo ha beneficiato dell'andamento positivo dei listini azionari globali, guidati dalla *stance* accomodante delle Banche centrali. Le rinnovate incertezze circa l'esito della *trade war* tra USA e Cina e delle elezioni europee hanno, tuttavia, apportato volatilità, causando il ritracciamento dei mercati, in particolar modo nel corso del mese di maggio. Durante il *meeting* G20 tenutosi a fine giugno i *leaders* Trump e Xi Jinping hanno convenuto la ripresa delle negoziazioni, rimandando l'introduzione di ulteriori tariffe US sui beni cinesi, come da attese.

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 sui mercati globali hanno influito positivamente sulla *performance* del Fondo: in particolare si segnala l'esposizione al comparto energetico americano e a quello automobilistico in Europa. Positiva inoltre la contribuzione degli investimenti sui mercati emergenti.

L'esposizione del Fondo ai mercati azionari dei paesi emergenti ha fornito un contributo positivo 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

Da inizio anno e nel secondo trimestre, le principali categorie di investimento finanziario hanno registrato *performance* positive, influenzate principalmente da due fattori: l'evoluzione dello scontro commerciale tra Stati Uniti e Cina e l'adozione di un approccio comunicativo più accomodante da parte delle principali Banche Centrali.

A maggio, una nuova *escalation* nel conflitto tra USA e Cina ha generato temporanea volatilità sui mercati azionari e causato una parziale correzione dei rialzi registrati fino a quel momento. Già dall'inizio del mese di giugno, tuttavia, la conferma dell'incontro tra Trump e Xi al G-20 di Osaka del 28 giugno - che si è poi effettivamente concluso con una tregua e una ripresa delle negoziazioni - ha contribuito ad un recupero. A supportare il *sentiment* di mercato hanno inoltre contribuito in larga misura le recenti dichiarazioni della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea, che hanno risposto all'incremento dei rischi geopolitici e ad un evidente calo delle aspettative di inflazione lasciando intendere la possibilità di intraprendere una nuova fase di allentamento monetario, qualora le condizioni macroeconomiche lo rendessero necessario.

La forte discesa dei rendimenti obbligazionari (il rendimento decennale tedesco ha segnato un *record* negativo e quello americano è sceso sotto il 2% per la prima volta dal 2016) e il contemporaneo brillante rialzo dei listini azionari (quelli statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi storici), non rappresentano, dunque, una contraddizione interna ai mercati finanziari, come potrebbe apparire a prima vista: i primi riflettono la ricerca di sicurezza in un contesto incerto, il calo delle attese di inflazione e l'anticipazione di un taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali; proprio quest'ultimo, allo stesso tempo, supporta i *"risky assets"*, fornendo una forma di assicurazione preventiva contro i rischi di un rallentamento economico, in un quadro di crescita che, per ora, appare ancora positivo.

Attualmente il mercato sconta implicitamente – e con piena probabilità - un primo taglio dei Fed funds già il 31 luglio, seguito da altri due entro fine anno. Si tratterebbe, per l'appunto, di un taglio "preventivo": l'economia statunitense, infatti, sta sì mostrando dei segnali di rallentamento nel settore manifatturiero, in linea con il *trend* globale in atto, ma gli altri comparti, specie quelli legati ai consumi interni (complice la confermata forza del mercato del lavoro), appaiono in salute e dovrebbero continuare a sostenere la crescita anche nei prossimi mesi. A luglio, peraltro, l'attuale fase espansiva è diventata ufficialmente la più duratura della storia statunitense dal dopoguerra. Si tratta, però, anche della più moderata, per cui non ha ancora generato i tipici segnali da ciclo maturo, tra cui l'accelerazione dell'inflazione.

In Eurozona, dopo le ultime dichiarazioni di Draghi e sulla base all'andamento ancora debole dei dati economici, in particolare dell'inflazione, il mercato assegna un'elevata probabilità ad un ritocco verso il basso dei tassi di riferimento a settembre. Successivamente, il testimone dovrebbe passare a Christine Lagarde, l'attuale Direttrice del FMI; in base alle prime reazioni, questa nuova figura sembra, comunque, rappresentare una sostanziale prosecuzione della politica monetaria nel solco tracciato

dal suo predecessore. Il rinnovato supporto da parte della BCE e la riduzione del rischio di un'aperta guerra commerciale lasciano nuovamente ben sperare per una ripresa economica nella seconda parte dell'anno; in effetti, nell'ultimo periodo, le sorprese economiche sono state meno negative e gli indicatori anticipatori hanno mostrato i segnali di una prima stabilizzazione. Anche per l'Italia le tensioni sono calate negli ultimi tempi, dopo che, grazie alla revisione dei conti pubblici per il 2019 e gli impegni presi il 2020, è stata evitata l'applicazione della procedura di infrazione da parte della Commissione Europea: i mercati hanno accolto positivamente questi segnali, con una sostanziosa riduzione dei rendimenti governativi e dello *spread* rispetto ai quelli tedeschi, che rimane comunque tra i più elevati dell'area euro.

In sintesi, tornando a scontare un miglioramento del quadro geopolitico e un deciso sostegno monetario, i mercati finanziari hanno registrato forti rialzi nell'ultimo periodo. Ciò espone, nelle prossime settimane, ad un rischio di parziale delusione, nel caso in cui tali attese non siano pienamente corrisposte. Non tutti i membri della FED sono in effetti concordi nel ritenere appropriato un taglio dei tassi già in occasione del prossimo *meeting* del 31 luglio e l'Istituto Centrale potrebbe, quindi, decidere di attendere eventuali maggiori segnali di deterioramento economico prima di procedere. Inoltre, la tregua tra USA e Cina potrebbe dimostrarsi più fragile del previsto: lo scontro ha, infatti, natura strategica e difficilmente troverà una completa risoluzione in tempi brevi, rimanendo una potenziale fonte di incertezza. Saranno importanti, inoltre, i prossimi dati macroeconomici e i risultati delle trimestrali societarie, al fine di valutare lo stato di salute dei fondamentali economici.

Nel complesso, tuttavia, l'economia globale continua a crescere, le Banche Centrali si sono dimostrate sempre pronte ad intervenire se necessario e il rischio di una pericolosa *escalation* commerciale potrebbe rimanere sotto controllo, visto anche l'approssimarsi delle elezioni Presidenziali statunitensi del 2020. Non è certamente nell'interesse di Trump, infatti, presentarsi a quell'appuntamento con un'economia in recessione e un crollo dei mercati. Questo contesto, considerando anche la sempre più evidente carenza di alternative d'investimento appetibili a basso rischio, dovrebbe continuare a favorire l'investimento negli *asset* finanziari che offrono un adeguato premio per il rischio.

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	21.633.760	6,74
T MOBILE US INC	75.000	4.882.770	1,52
APPLE INC	27.788	4.829.469	1,51
MICROSOFT CORP	38.527	4.532.029	1,41
UBS ETF MSCI EMERGING	43.000	3.959.354	1,23
MARATHON PETROLEUM	75.000	3.680.188	1,15
AMAZON.COM INC	2.045	3.400.485	1,06
MICRON TECHNOLOGY	100.085	3.391.534	1,06
HITACHI LTD	102.800	3.308.687	1,03
JPMORGAN CHASE & CO	32.629	3.203.303	1,00
CONTINENTAL RESOURCES	75.000	2.771.996	0,86
MARATHON OIL CORP	218.000	2.720.213	0,85
MITSUBISHI CHEMICAL	435.000	2.668.265	0,83
EDWARDS LIFESCIENCES	15.000	2.433.350	0,76
ANTHEM INC	9.500	2.354.227	0,73
SOFTBANK GROUP CORP	53.200	2.239.533	0,70
FEDEX CORP	15.000	2.162.670	0,67
ALPHABET INC CL C	2.273	2.157.453	0,67
AT+T INC	72.494	2.133.187	0,67
VERIZON COMMUNICATIONS	42.141	2.114.080	0,66
EOG RESOURCES INC	25.417	2.079.247	0,65
CONCHO RESOURCES INC	22.717	2.058.254	0,64
HERA SPA	603.808	2.031.210	0,63
QUALCOMM INC	30.377	2.029.134	0,63
VINCI SA	22.512	2.027.431	0,63
BANK OF AMERICA CORP	77.048	1.962.058	0,61
TOYOTA MOTOR CORP	35.303	1.924.347	0,60
MORGAN STANLEY	48.930	1.882.352	0,59
FACEBOOK INC A	10.955	1.856.616	0,58
CVS HEALTH CORP	38.643	1.849.013	0,58
ALLIANZ SE	8.678	1.839.736	0,57
ALTRIA GROUP INC	43.916	1.825.976	0,57
UCGIM 5.375 PERP FR	2.000.000	1.820.800	0,57
JOHNSON & JOHNSON	14.841	1.815.116	0,57
COMCAST CORP CLASS A	48.146	1.787.506	0,56
NEXI SPA	196.332	1.778.964	0,55
INTEL CORP	41.383	1.739.553	0,54
NORFOLK SOUTHERN	9.900	1.732.847	0,54
MASTERCARD INC CLASS	7.410	1.721.256	0,54
CITIGROUP INC	27.806	1.709.917	0,53
AFLAC INC	34.922	1.680.782	0,52
WELLS FARGO & CO	40.000	1.662.100	0,52
NESTLE SA	17.838	1.623.578	0,51
HOME DEPOT INC	8.799	1.606.891	0,50
CISCO SYSTEMS INC	32.967	1.584.372	0,49
VISA INC CLASS A	10.346	1.576.701	0,49
EXXON MOBIL CORP	22.570	1.518.738	0,47
NEXTERA ENERGY INC	8.242	1.482.662	0,46
WALT DISNEY COMPANY	11.933	1.463.228	0,46
ALPHABET INC CL A	1.528	1.452.861	0,45

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	304.522.508	94,89	253.947.678	86,11
A1. Titoli di debito	2.003.905	0,62	2.274.240	0,77
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri	2.003.905	0,62	2.274.240	0,77
A2. Titoli di capitale	276.717.552	86,23	227.654.006	77,19
A3. Parti di OICR	25.801.051	8,04	24.019.432	8,15
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	485.232	0,15	485.232	0,17
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	485.232	0,15	485.232	0,17
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.731.208	0,54		
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.731.208	0,54		
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	13.836.005	4,31	40.143.436	13,61
F1. Liquidità disponibile	13.791.153	4,30	33.886.928	11,49
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	14.586.920	4,54	23.259.310	7,89
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-14.542.068	-4,53	-17.002.802	-5,77
G. ALTRE ATTIVITÀ	348.227	0,11	317.273	0,11
G1. Ratei attivi	14.457	0,01	29.885	0,01
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	333.770	0,10	287.388	0,10
TOTALE ATTIVITÀ	320.923.180	100,00	294.893.619	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28/06/2019	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	2.608.636	
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	123.421	104.654
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	123.421	104.654
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	2.115.925	178.940
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	2.098.765	162.495
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	17.160	16.445
TOTALE PASSIVITÀ	4.847.982	283.594
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	316.075.198	294.610.025
LA Numero delle quote in circolazione	13.986.095,879	14.390.405,493
I Numero delle quote in circolazione	1.542.662,991	1.645.492,227
LA Valore complessivo netto della classe	283.350.912	263.229.999
I Valore complessivo netto della classe	32.724.286	31.380.026
LA Valore unitario delle quote	20,259	18,292
I Valore unitario delle quote	21,213	19,070

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	143.671,229
Quote rimborsate	246.500,465

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	367.319,861
Quote rimborsate	771.629,475

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Lucio De Gasperis