

## Relazione semestrale al 30 giugno 2020 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Futuro Italia  
Mediolanum Flessibile Globale

**NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020****RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Signori Partecipanti,

il contesto economico del primo semestre del 2020 è stato caratterizzato da una fortissima incertezza legata alla difficoltà nel comprendere l'evoluzione e gli effetti futuri della pandemia da Covid-19, cui hanno fatto da contraltare le decisioni di politica fiscale e monetaria messe in atto per contrastare i pesanti effetti economici derivanti dalla pandemia stessa.

Attraverso uno sforzo coordinato a livello mondiale, difatti, tutte le Banche Centrali hanno promosso imponenti politiche di carattere monetario il cui obiettivo è stato evitare i violenti e destabilizzanti ribassi inizialmente registrati sui mercati finanziari. Le previsioni economiche per il 2020 contenute all'interno del World Economic Outlook redatto dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), hanno inoltre spinto anche i governi a promuovere politiche fiscali di sostegno economico, compresi quegli Stati storicamente restii ad utilizzare la leva del debito, quali ad esempio la Germania.

Secondo il FMI l'attuale recessione, definita *"drammatica"* dal capo economista del Fondo Gita Gopinath, determinerà una contrazione del PIL mondiale del 3% per l'anno in corso e un successivo rimbalzo del 5,8% nel 2021, con una perdita cumulata fino al 2021 che potrebbe raggiungere i 9mila miliardi di dollari, un importo pari alla somma delle economie di Germania e Giappone, una recessione più severa della Grande Depressione del 1929.

Negli Stati Uniti, dopo la prima reazione alla diffusione epidemica anche al di fuori dei confini cinesi, sostanziata attraverso il taglio dei tassi di 50 *basis points* deciso dalla Federal Reserve (FED) il 3 marzo, un successivo intervento ha portato i *fed funds* all'interno del *range* 0%-0,25% e all'annuncio della ripresa del Quantitative Easing (QE). Le riunioni del FOMC (organismo della FED di cui è il principale strumento di politica monetaria) hanno riassunto all'interno dei propri verbali la drammaticità dell'impatto della pandemia, definita una *"tremenda avversità umana ed economica negli Stati Uniti e nel mondo"*, con violente correzioni dell'attività economica e crescente perdita di posti di lavoro e inflazione in costante calo per via della debolezza della domanda. Le stime economiche dell'Istituto Centrale hanno previsto, di conseguenza, una contrazione del PIL per l'anno in corso pari al 6,5% e un rimbalzo del 5% nel 2021, mentre il tasso di disoccupazione si attesterà al 9,3% alla fine del 2020, su livelli storicamente molto alti. Il quadro descritto dal presidente della FED Jerome Powell è stato definito dallo stesso *chairman* come il *"new normal"* cui dovrà abituarsi l'economia americana, caratterizzato da una ripresa lunga, complicata e con diversi livelli di incertezza, cui seguirà la peggiore crisi della storia statunitense. Nonostante le incertezze, Powell ha tuttavia sottolineato a più riprese che la FED utilizzerà ogni strumento possibile a sostegno dell'economia nell'attesa che il virus faccia il suo corso, annunciando oltre al taglio dei tassi e alla ripresa del QE una nuova serie di misure sempre meno convenzionali, tra cui la rimozione del tetto di spesa pari a 700 miliardi inizialmente previsto al QE stesso (rendendolo nei fatti un intervento illimitato) e il sostegno dei debiti delle aziende fino al 30 settembre, attraverso l'acquisto di *bond corporate* di qualsiasi qualità sul mercato primario e secondario, ETF compresi. Oltre al supporto delle politiche monetarie, il presidente americano Trump ha garantito il sostegno di ingenti politiche fiscali, da implementare attraverso un pacchetto da 2.000 miliardi di dollari per sostenere aziende e lavoratori.

Sul versante europeo, anche la Banca Centrale Europea (BCE) ha varato un massiccio programma di interventi a sostegno dell'economia, tra cui una nuova tranche di LTRO (piano di finanziamento a lungo termine tramite il quale la BCE fornisce liquidità

alle banche richiedenti), l'aumento dal 30% al 50% degli *eligible loan* e un tasso maggiormente conveniente (dal precedente -0,25% fino ad un massimo di -0,75%) nell'ambito del programma TLTRO III (piano di finanziamenti concessi agli enti creditizi diretti a migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria) e l'incremento complessivo di 120 miliardi di euro fino a fine anno dell'attuale Quantitative Easing. L'Istituto Centrale ha inoltre annunciato il lancio del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), inizialmente previsto di importo pari a 750 miliardi di euro, che potrà essere utilizzato per acquistare attività finanziarie non dissimili rispetto a quelle attualmente previste per il piano di Asset Purchase Programme (APP), ma con l'estensione anche ai titoli di Stato della Grecia. Nel tentativo di contrastare le pesanti conseguenze economiche della pandemia, la Commissione Europea ha inoltre stanziato un pacchetto di sovvenzioni alle imprese per affrontare le urgenti necessità di liquidità; contestualmente l'esecutivo ha autorizzato i Governi dei Paesi membri a riconoscere prestiti alle società a tassi favorevoli e a veicolare aiuti al settore economico attraverso le banche. È stata inoltre attivata la clausola d'emergenza prevista dal Patto di Stabilità, che permette di aumentare il *deficit* pubblico senza l'obbligo di dover rispettare le regole di bilancio. La Commissione ha inoltre presentato un nuovo meccanismo, definito SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), che fornirà assistenza finanziaria sotto forma di prestiti. Dopo solo pochi giorni dall'approvazione del piano di rilancio dell'economia europea sopra descritto, Francia e Germania hanno fornito un forte segnale sull'unità europea e sulla capacità dell'Unione di fornire ulteriori risorse finanziarie immediate ai Paesi che ne avranno bisogno, proponendo un progetto sulla base del quale, per la prima volta nella storia, sarebbe consentito alla Commissione di raccogliere fondi sul mercato dei capitali. Il Recovery Fund proposto sull'asse Berlino-Parigi ha costituito la base sulla quale la Commissione ha proposto ai Ventisette un bilancio comunitario che, per i prossimi 7 anni, prevederebbe l'indebitamento sui mercati finanziari per un totale di 750 miliardi di euro. L'esecutivo ha inoltre proposto che tale strumento sia costituito da 500 miliardi erogati sotto forma di sovvenzioni e i restanti 250 sotto forma di prestiti, con l'Italia primo Paese in termini di importi ricevuti essendo destinatario di oltre 170 miliardi di euro. Il nuovo Fondo per la ripresa economica, la cui accettazione definitiva dovrà comunque superare le iniziali reticenze di alcuni Paesi membri, si baserà su tre pilastri fondamentali: il sostegno dei Paesi comunitari, il rilancio e la modernizzazione dell'economia e il rafforzamento di programmi già esistenti. Infine, dopo un mese di intense trattative, l'invito della BCE ad implementare importanti misure fiscali a sostegno della crisi economica è stato accolto dai Paesi della zona euro attraverso un accordo su linee di credito facilitate da parte del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), il cui obiettivo sarà quello di supportare i Paesi che vorranno utilizzarlo a superare lo *shock* causato dalla pandemia. Le nuove linee di credito ammontano a 240 miliardi di euro e sono utilizzabili a partire dal 1° giugno: ogni Stato può usufruire di tali prestiti per un importo massimo pari al 2% del PIL (per l'Italia circa 36 miliardi), per una durata massima di 10 anni e tasso di interesse marginale (prossimo allo 0,1%). Le risorse attinte potranno essere utilizzate per coprire i costi sostenuti per fronteggiare l'emergenza sanitaria, con sorveglianza sulle spese limitata; l'accesso al finanziamento non farà tuttavia scattare i meccanismi di correzione macroeconomica e il controllo della troika. È stato inoltre costituito un fondo da 25 miliardi dagli stati membri attraverso il quale la BEI (Banca Europea per gli Investimenti) potrà fornire alle banche commerciali garanzie sui finanziamenti erogati, in modo che possano prestare più denaro alle aziende bisognose di liquidità.

La riunione della Banca Centrale Europea di inizio giugno si è inoltre conclusa con la decisione di rendere la politica monetaria ancora più accomodante e ancora più a lungo, aumentando il PEPP (piano di acquisto titoli pandemico) di ulteriori 600 miliardi di euro, portando il totale a 1.350 miliardi protrandone la scadenza di altri 6 mesi, fino a giugno 2021. Alla scadenza del piano, il reinvestimento del capitale rimborsato dei titoli in scadenza avrà durata sino alla fine del 2022; qualora dopo tale data l'andamento dell'inflazione sarà tale da non consentire un restringimento delle condizioni monetarie, il reinvestimento del portafoglio consentirà di continuare l'accomodamento. Le decisioni sul PEPP sono state guidate da proiezioni economiche dell'area Euro peggiorate a giugno rispetto a marzo, caratterizzate da tagli relativi sia allo scenario base del PIL (-8,7% nel 2020) sia alle stime di inflazione, passate dall'1,1% allo 0,3% per l'anno in corso.

Per quanto riguarda l'Italia, le prime stime dell'impatto della manovra anticrisi varata dal Governo italiano per contrastare gli effetti negativi della pandemia riassumono l'entità delle misure adottate, sostanziate in un *deficit* aggiuntivo di 55 miliardi di euro, pari al 3,3% del PIL, rendendo la manovra fiscale attuale la più grande della storia repubblicana. L'effetto combinato degli interventi

pubblici e della recessione porterà il debito pubblico al 155,7% del PIL, con un aumento di oltre 190 miliardi rispetto al 2019, un debito definito comunque ancora sostenibile nella bozza del DEF (Documento di Economia e Finanza all'interno del quale sono riportate le politiche economiche e finanziarie imposte dal Governo). Nonostante il tremendo impatto sull'economia italiana della pandemia, l'agenzia di *rating* Standard&Poor's ha confermato il giudizio sul debito del Paese BBB con *outlook* negativo, lasciando i BTP due *notch* sopra il grado di *non investment grade*. L'ammontare del debito italiano, il cui peso si aggraverà ulteriormente nel 2020 come diretta conseguenza delle ingenti manovre di politica fiscale promulgate, resta tuttavia una pesante incognita per l'agenzia, che ha difatti già garantito il prossimo declassamento del giudizio sul debito qualora non si registrasse una chiara discesa dello stesso. Di diverso avviso invece l'agenzia di *rating* Fitch, che inaspettatamente solo alcuni giorni dopo la decisione di S&P ha deciso di tagliare il *rating* italiano a BBB-, portando il debito nazionale ad un solo gradino prima del *non investment grade*. Il *downgrade*, inaspettato specialmente nelle tempistiche in quanto inizialmente previsto per il 10 luglio, è dovuto all'impatto della pandemia globale sull'economia e sul peso fiscale dell'Italia. Nello scenario delineato dall'agenzia, il PIL italiano è previsto contrarsi dell'8% nel 2020 (in linea con quanto previsto dal Governo), ma con importanti rischi di revisioni al ribasso qualora l'allentamento delle misure restrittive venisse revocato in seguito ad un'ondata successiva di contagi. Nonostante Fitch riconosca l'attuale coesione politica non esclude la possibilità di future tensioni nel momento in cui l'attenzione si sposterà sull'economia e sulla risposta europea alla crisi. La conferma dell'agenzia DBRS del *rating* BBB (*high*), seppur con revisione dell'*outlook* da stabile a negativo, ha chiuso le revisioni primaverili sul giudizio del credito. Secondo quest'ultima agenzia, il *rating* potrà essere declassato qualora il Governo non riuscisse a implementare una strategia di riduzione del rapporto debito/PIL nel medio termine o vi fosse un significativo aumento dei costi di rifinanziamento tale da impattare la capacità del Paese di far fronte alle proprie necessità finanziarie.

Spostando l'attenzione sulla Germania, dopo dieci anni di crescita, l'impatto del Covid-19 porterà il Paese alla peggiore recessione dalla Seconda Guerra Mondiale, con un crollo del PIL pari al -6,3%. Per quanto la crisi sia imprevedibile nella severità e negli impatti negativi, il Governo tedesco ha stimato comunque un importante rimbalzo del PIL nel 2021 e il ritorno a livelli pre-pandemici già nel 2022, grazie al maxi-scudo protettivo da 1.000 miliardi di interventi straordinari immediati e una nuova tornata di misure di sostegno all'economia del valore di 130 miliardi di euro distribuibili in 2 anni, il cui effetto principale sarà il sostegno immediato del potere di acquisto attraverso la riduzione dell'IVA e un'ulteriore iniezione di liquidità alle imprese.

Con riferimento al Regno Unito, in un comunicato ufficiale rilasciato dal Governatore della Bank of England, Andrew Bailey, stanti le reali possibilità che i futuri accordi tra Regno Unito e UE non si concludano con un accordo, l'Istituto Centrale britannico ha invitato le banche ad accelerare i preparativi per affrontare una Brexit disordinata, in vista di un sempre più probabile fallimento dei negoziati. Al termine del quarto *round* di negoziazioni stentano, difatti, ad emergere evidenti progressi nei negoziati tra Londra e Bruxelles; le parti in causa si dicono tuttavia ancora fiduciose nel raggiungimento di un accordo che potrebbe evitare una presumibilmente disastrosa uscita non ordinata della Gran Bretagna dal mercato unico. Sebbene il Regno Unito sia formalmente non più parte dell'Unione dal 31 gennaio scorso, l'intesa raggiunta nel 2019 tra le parti prevede un periodo di transizione fino al 31 dicembre 2020, entro il quale dovrebbe essere raggiunto un accordo di partenariato su alcune delicate questioni: la pesca, su cui Londra vuole ottenere accordi di carattere annuale; la parità di accesso al mercato, che la Gran Bretagna non accetta; la gestione bilaterale del futuro accordo e infine la collaborazione degli affari penali e giudiziari.

In Giappone, all'indomani della revoca dello stato di emergenza nelle cinque prefetture giapponesi, il *premier* Shinzo Abe ha deciso di aumentare l'intervento complessivo a sostegno dell'economia delle famiglie a 1.700 miliardi di euro, mentre il governatore della Banca Centrale Haruhiko Kuroda ha a sua volta dichiarato che l'istituto centrale è pronto a fare di più per uscire dalla crisi ed evitare la deflazione (attualmente le misure monetarie ammontano a 1.105 miliardi di euro). La copertura del maggiore *deficit* derivante dalle due iniziative avverrà mediante l'emissione di nuovi *bond*, il cui obiettivo sarà quello di eliminare i timori sulla sostenibilità delle stesse, con il debito pubblico che, secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2020 crescerà dal 237% al 250% del PIL del Paese. Con riferimento alle politiche monetarie, la riunione della Bank of Japan (BoJ) si è conclusa con la decisione di aumentare le misure di sostegno alla liquidità, con segnali di espansione degli acquisti di JGB (titoli di Stato

giapponesi), senza però l'avvio di un programma di acquisti illimitato. La decisione si basa su una situazione economica definita *“sempre più severa”* sulla scia degli effetti dell'epidemia di Covid-19.

Dopo quasi un anno di proteste, infine, le tensioni tra la Cina e Hong Kong sono culminate con l'approvazione, ratificata nell'ambito di una votazione quasi unanime del Congresso nazionale del partito comunista cinese, della legge sulla sicurezza nazionale, primo passaggio formale di un percorso che potrebbe portare l'ex colonia britannica ad essere ricondotta sotto l'egemonia di Pechino. Tale epocale svolta rientra in un contesto in cui con il gigante cinese ha deciso di non arretrare dalle proprie posizioni, ignorando non solo le proteste di Hong Kong ma anche le minacce americane di nuove e più ampie sanzioni. Tornano di conseguenza ad intensificarsi le tensioni tra Pechino e Washington, che potrebbero portare ad ulteriori danni alle rispettive economie, con la Cina che ha già promesso ritorsioni contro qualsiasi interferenza esterna nella vicenda.

## I mercati finanziari

Mercati obbligazionari		Variazione (pb)		Rendimento			
		Dal 30/12/2019 al 30/06/2020	2° trim.	30/06/2020	31/03/2020	30/12/2019	
<b>Stati Uniti</b>							
Rendimenti Governativi	2 anni	-142	-10	0,15%	0,25%	1,57%	
	5 anni	-138	-9	0,29%	0,38%	1,67%	
	10 anni	-122	-1	0,66%	0,67%	1,88%	
	30 anni	-92	9	1,41%	1,32%	2,33%	
	<b>Germania</b>						
	2 anni	-9	0	-0,69%	-0,69%	-0,60%	
	5 anni	-22	-4	-0,70%	-0,65%	-0,47%	
	10 anni	-27	2	-0,45%	-0,47%	-0,19%	
	30 anni	-34	-2	0,01%	0,03%	0,35%	
	<b>Italia</b>						
	2 anni	13	-26	0,08%	0,34%	-0,05%	
	5 anni	-9	-32	0,60%	0,91%	0,68%	
	10 anni	-15	-27	1,26%	1,52%	1,41%	
	30 anni	-24	-22	2,22%	2,44%	2,47%	
	Spread	<b>Italia - Germania</b>					
		2 anni	21	-26	0,77%	1,03%	0,55%
10 anni		12	-28	1,71%	1,99%	1,60%	
<b>Spagna - Germania</b>							
2 anni		6	-22	0,27%	0,50%	0,21%	
	10 anni	27	-23	0,92%	1,15%	0,65%	

Dalla fine del 2019 e nel corso dell'ultimo trimestre, i principali titoli governativi hanno generalmente registrato una riduzione dei rendimenti lungo tutto il tratto della curva, sostenuti dai toni particolarmente accomodanti utilizzati dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea, dalle notizie positive in tema di Recovery Fund e sul fronte Covid-19.

Negli Stati Uniti il rendimento del Treasury a 2 anni è passato dall'1,57% di inizio anno allo 0,15% di fine semestre, a seguito del taglio dei tassi di interesse di 175 *basis point* deciso dalla Federal Reserve e a fronte delle misure attuate per fronteggiare la pandemia. Stessa dinamica anche per i titoli decennali, che hanno registrato una riduzione nei rendimenti pari a 122 *basis points*, passando dall'1,88% di inizio anno allo 0,66% di fine giugno. La riduzione dei rendimenti ha trovato sostegno nella reazione della FED all'aumento dei rischi per la crescita derivanti dalla pandemia 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 un prolungamento del contesto di tassi bassi.

Anche in Europa la politica monetaria della Banca Centrale Europea ha fornito un importante sostegno ai titoli governativi, attraverso l'implementazione del programma Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) e di acquisti straordinari sulla componente governativa e *corporate*.

Il rendimento dei titoli governativi tedeschi ha registrato una riduzione su tutte le scadenze considerate, raggiungendo nuovi minimi assoluti nel periodo di Marzo 2020. Tutta la curva tedesca tratta alla fine del trimestre rendimenti negativi ad eccezione del 30 anni, il cui rendimento è pari a 0.

Per quanto riguarda i Titoli di Stato italiani, a seguito di una prima fase di volatilità legati al diffondersi della pandemia in Italia, si è contrapposta una fase di forte recupero innescata dall'implementazione del programma Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) da parte della BCE.

Il rendimento del BTP decennale ha raggiunto da inizio anno l'1,20%, toccando un rendimento massimo nel periodo del 2,4%, con lo *spread* rispetto ai titoli governativi tedeschi rimasto pressoché invariato da inizio anno, raggiungendo un massimo di periodo di 280 bps. Sulla parte a breve della curva (BTP a 2 anni) si è assistito ad un'assenza di variazione dei rendimenti rispetto all'inizio dell'anno, attualmente sempre prossimi allo 0,10%. Tuttavia, la volatilità nel corso del periodo è rimasta molto elevata (soprattutto nel primo trimestre) e i rendimenti del BTP a 2 anni hanno raggiunto un rendimento massimo prossimo all'1,5% circa.

Non diversa dal BTP è stata la dinamica sulla curva governativa spagnola, che seppur con una volatilità inferiore, ha subito un allargamento dello *spread* e un rialzo dei rendimenti nel corso del primo trimestre seguito al diffondersi del Covid-19 nella regione iberica, per poi assestarsi su livelli di rendimento non distanti da quelli di inizio anno. Lo *spread* Spagna-Germania ha pertanto avuto un forte restringimento nel corso del secondo trimestre, a seguito delle manovre di acquisto attuate dalla BCE.

Mercati azionari	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2019 al 30/06/2020	2° trim.	30/06/2020	31/03/2020	30/12/2019
<b>Indici Mondiali</b>					
MSCI All Country World	-7,0%	18,7%	525	442	564
MSCI World	-6,4%	18,8%	2.202	1.853	2.353
<b>Indici Statunitensi</b>					
Dow Jones I.A.	-9,3%	17,8%	25.813	21.917	28.462
S&P 500	-3,8%	20,0%	3.100	2.585	3.221
Nasdaq Comp.	12,4%	30,6%	10.059	7.700	8.946
<b>Indici Europei</b>					
STOXX Europe 600	-13,4%	12,6%	360	320	416
EURO STOXX	-12,8%	16,4%	353	303	405
FTSE MIB	-17,6%	13,6%	19.376	17.051	23.506
DAX	-7,1%	23,9%	12.311	9.936	13.249
CAC 40	-17,5%	12,3%	4.936	4.396	5.982
AEX	-7,6%	15,8%	560	483	606
IBEX 35	-24,8%	6,6%	7.231	6.785	9.613
SMI	-5,4%	7,9%	10.045	9.312	10.617
FTSE 100	-18,7%	8,8%	6.170	5.672	7.587
<b>Indici Asiatici</b>					
NIKKEI 225	-5,8%	17,8%	22.288	18.917	23.657
S&P/ASX 200	-13,3%	16,2%	5.898	5.077	6.805
Hang Seng	-13,7%	3,5%	24.427	23.603	28.319
<b>Indici Emergenti</b>					
MSCI Emerging Markets	-11,0%	17,3%	995	849	1.118

Gli indici azionari globali nel semestre appena concluso hanno ottenuto *performance* negative, malgrado il rimbalzo a cui si è assistito da metà marzo, dopo la ripresa delle attività economiche a seguito del *lockdown* dovuto al Covid-19.

Le politiche monetarie e fiscali espansive delle principali Banche centrali e dei Governi mirate a contrastare il rallentamento dell'economia a causa della pandemia hanno fornito ancora una volta un importante sostegno ai mercati azionari.

Nel primo semestre del 2020 e nel secondo trimestre dell'anno l'indice Nasdaq ha sovraperformato gli altri listini mondiali, sancendo il primato del comparto tecnologico nei confronti degli altri settori. In generale, il mercato americano da gennaio ha mostrato caratteristiche di resilienza, a fronte di interventi da parte della FED e del Governo statunitense senza precedenti.

Gli indici europei evidenziano un significativo rimbalzo nel secondo trimestre, soprattutto per quanto concerne il mercato tedesco caratterizzato da titoli appartenenti a settori ciclici, mentre si sottolinea come il listino svizzero abbia sottoperformato

significativamente a causa della natura prettamente difensiva; anche il Ftse100 ha registrato un rimbalzo contenuto da ricondursi alle incertezze crescenti circa l'accordo Brexit ed il conseguente protrarsi dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea.

Il mercato giapponese ha sovraperformato gli altri mercati azionari dell'area asiatica: le motivazioni si possono ricercare nel *positioning* scarico degli investitori e nei fattori tecnici di *rebalancing* dei fondi pensione nipponici.

Per quanto concerne, infine, i mercati emergenti, le *performance* si sono mostrate generalmente in linea con gli altri indici mondiali, malgrado la pandemia abbia colpito duramente i Paesi dell'America latina, evidenziando i limiti dei sistemi sanitari locali, e costringendo i relativi Istituti centrali a manovre accomodanti senza precedenti. L'indebolimento del dollaro, d'altra parte ha supportato tali mercati.

Valute	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2019 al 30/06/2020	2° trim.	30/06/2020	31/03/2020	30/12/2019
Eur Usd	0,3%	1,8%	1,123	1,103	1,120
Eur Gbp	6,1%	2,0%	0,906	0,888	0,854
Eur Jpy	-0,6%	2,2%	121,24	118,64	121,96

Da inizio anno la valuta unica si è apprezzata marginalmente contro il dollaro statunitense (+0,3%) e deprezzata marginalmente (-0,6%) nei confronti dello yen giapponese. Questi movimenti, seppur lievi nell'arco temporale in analisi, non descrivono però nel modo migliore l'ampia volatilità che ha caratterizzato entrambe le coppie valutarie: la pandemia legata all'espandersi a livello globale del Coronavirus (Covid-19), che ha visto il picco della crisi nel mese di marzo, ha infatti portato, nel corso del primo semestre, l'EURUSD a spaziare all'interno del *range* 1,0650-1,1550 e l'EURJPY nel *range* 114,50-124,50. L'ampiezza dei movimenti al ribasso di EURUSD e EURJPY evidenzia che, oltre allo yen giapponese, nel periodo in analisi anche il dollaro statunitense si è mostrato, nei picchi di avversione al rischio sui mercati finanziari, una vera e propria valuta rifugio.

La diminuzione dei contagi ed il progressivo allentamento dei *lockdown* in tutto il mondo, la ripresa delle attività economiche (produttive e dei servizi) e, non ultimo, le politiche monetarie espansive promosse dalla Federal Reserve e dalla Bank of Japan (BoJ), sono stati fattori importanti per il ritorno della propensione al rischio sui mercati e per il successivo rafforzamento dell'euro.

La crisi economica globale innescata dalla pandemia da Coronavirus, l'incertezza legata ai negoziati in corso con l'Unione Europa durante il cosiddetto "*transition period*" (fino a fine anno) e il mantenimento di una politica monetaria espansiva da parte della Bank of England, sono stati tra i principali elementi che nel primo semestre hanno causato il marcato deprezzamento (6,1%) della sterlina dei confronti della valuta unica.

Materie Prime	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2019 al 30/06/2020	2° trim.	30/06/20	31/03/20	30/12/19
Petrolio (Brent)	-39,1%	90,5%	40,9	21,5	67,1
ORO	17,5%	12,9%	1.781,0	1.577,2	1.515,2

Per quanto riguarda le *commodities*, la pandemia in corso ha avuto un enorme impatto sul petrolio: la scarsità della richiesta di greggio, legata alla diffusione dei *lockdown* a livello globale, ha difatti avuto un enorme impatto negativo sul prezzo della commodity, che da inizio anno ha fatto segnare un deprezzamento del -39,1%. Nel corso del secondo trimestre, tuttavia, il valore del petrolio ha registrato un importante rialzo, pari al 90,5%, sulla scia dell'allentamento delle misure di *lockdown*, con la conseguente ripresa delle attività economiche, e degli accordi sui tagli alla produzione raggiunti dai principali paesi produttori.

Il clima di generale avversione al rischio ha, viceversa, favorito il rendimento dell'oro, da sempre considerato un bene rifugio dagli investitori, il cui valore risulta in aumento sia da inizio anno sia nell'ultimo trimestre, rispettivamente +17,5% e +12,9%.

Settori (MSCI World AC)	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2019 al 30/06/2020	2° trim.	30/06/2020	31/03/2020	30/12/2019
Info Tech	12,0%	29,67%	351,7	271,2	314,1
Health Care	1,5%	14,94%	284,7	247,7	280,4
Industrial	-14,1%	16,90%	226,6	193,8	263,9
Material	-9,6%	24,78%	251,2	201,4	277,8
Cons. Discr.	0,8%	28,46%	281,7	219,3	279,6
Financials	-24,5%	11,18%	99,6	89,6	131,8
Cons. Staples	-7,1%	8,38%	235,2	217,0	253,3
Utilities	-10,5%	5,73%	134,3	127,0	150,0
Real Estate	-16,2%	10,11%	945,0	858,3	1.128,0
Tel. Services	-0,4%	19,27%	82,1	68,9	82,5
Energy	-35,1%	16,46%	136,5	117,2	210,4
<b>VIX Index</b>	<b>105,3%</b>	<b>-43,16%</b>	<b>30,4</b>	<b>54</b>	<b>14,8</b>

Il mercato si è attestato su livelli di volatilità molto alti a causa del diffondersi del Covid-19 e delle relative implicazioni sull'economia globale.

Nel primo semestre 2020, le *performance* settoriali hanno mostrato risultati eterogenei: la violenta discesa dei listini azionari nel primo trimestre ha impattato maggiormente il settore energetico e quello finanziario: il crollo del prezzo del greggio, che ha fatto registrare i minimi in corrispondenza della scadenza tecnica del *roll* del *futures* di aprile, si è riflesso nei prezzi dei titoli petroliferi, mentre lo scenario di tassi bassi per lungo tempo ha impattato negativamente il comparto bancario, che vede assottigliarsi ulteriormente la propria profittabilità. D'altro canto, i settori più resilienti sono stati quello tecnologico, delle telecomunicazioni e dei servizi sanitari. La ripresa delle attività economiche in Cina a metà marzo e successivamente in Occidente ha sancito una rotazione settoriale verso temi più ciclici e legati ai consumi (che hanno beneficiato del rimbalzo dei PMI da livelli depressi), a discapito di quelli difensivi: il generalizzato *mood* di *risk-on* ha visto sovraperformare i comparti delle materie prime, dei beni consumi discrezionali, degli industriali, dell'energia e, ancora una volta, della tecnologia, che si è dimostrata il settore migliore da inizio anno.

## 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 28/06/2019 e 30/12/2019, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2020 - 31/12/2020.

	Percentuale <i>White List</i> ed Equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Futuro Italia	1,85%	25,75%
Mediolanum Flessibile Globale	0,00%	26,00%

#### 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.

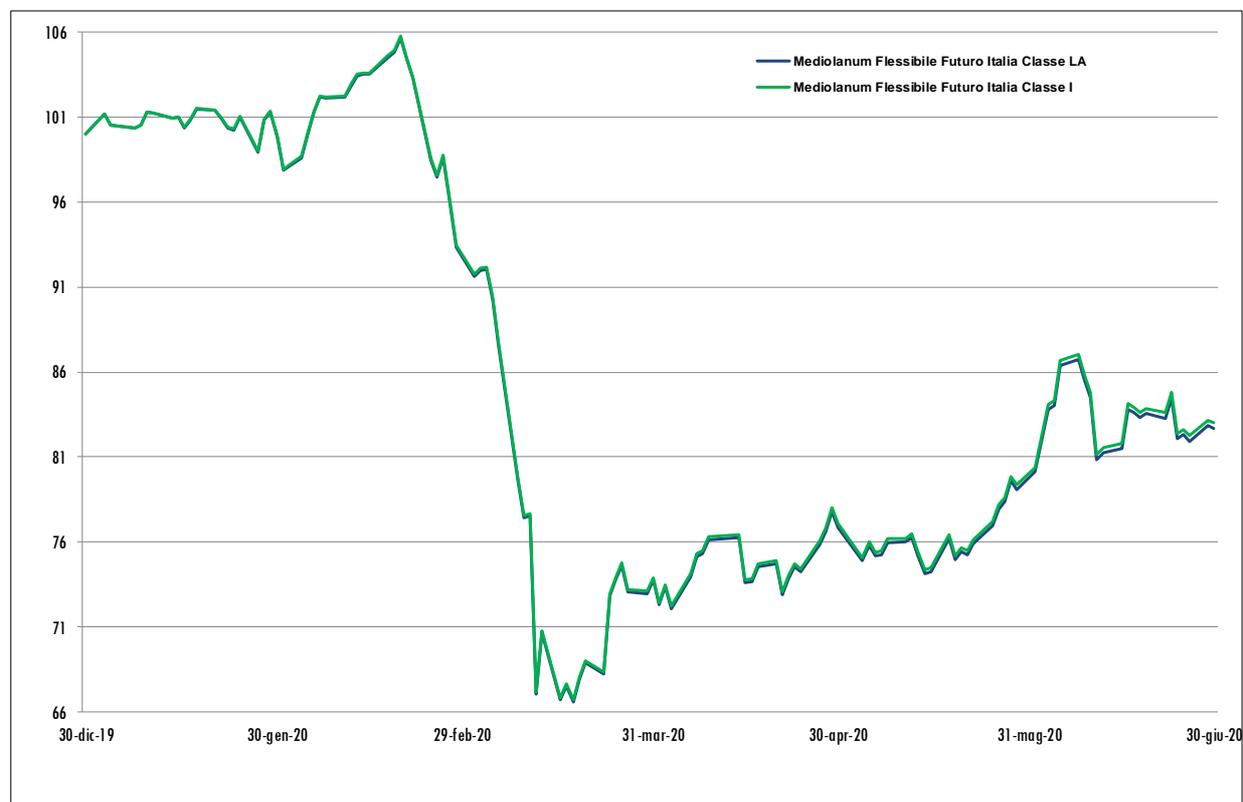
## Mediolanum Flessibile Futuro Italia

### Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* negativa (-17,33% per la classe LA e -17,00% 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 2020



### 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 2020, il patrimonio del Fondo è stato principalmente esposto al mercato azionario italiano. Il Fondo, infatti, ha avuto un'esposizione azionaria che mediamente è stata pari all'87%, mentre il peso medio obbligazionario è stato intorno al 6%. Nel rispetto delle indicazioni e dei limiti previsti dal Prospetto, nel corso del semestre, 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 negativa pari al -16% nel periodo in esame, peggiore rispetto a quella dei principali indici azionari continentali rappresentati dall'indice SXXP in calo del 12%, in particolar modo a causa dell'enorme impatto negativo cui il Paese è stato esposto a seguito del diffondersi della pandemia di Covid-19. Sempre a causa della diffusione pandemica l'economia globale è entrata in recessione e, attualmente, il Fondo Monetario Internazionale stima un calo del PIL a livello globale e per l'Italia pari rispettivamente al 4,9% e al 12,8%. A metà marzo i cali degli indici azionari erano più pesanti con il FtseMib in discesa di quasi il 40% ma, grazie ai massicci interventi di politica monetaria e fiscale a livello globale, unitamente all'appiattimento della curva dei contagi e alle riaperture delle attività dopo settimane di *lockdown*, i mercati hanno in parte recuperato le perdite.

Il Fondo ha, pertanto, avuto una *performance* negativa a causa della esposizione azionaria seppure diversificata nei vari settori. Si segnala la presenza di titoli esteri acquistati per trarre beneficio dai temi della digitalizzazione, da quelli ESG (*Environmental, Social, Governance*) e da una maggiore diversificazione.

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

## Evoluzione prevedibile della gestione

Il secondo trimestre del 2020 ha visto un poderoso recupero delle classi di attivo rischiose, dopo il crollo registrato tra febbraio e marzo a seguito della diffusione su scala globale del virus Covid-19 e dell'imposizione di drastiche misure di distanziamento sociale che hanno causato una delle più gravi crisi economiche della storia. Così come nella fase di calo, i movimenti di mercato hanno sorpreso gli investitori anche nel successivo rimbalzo, sollevando talvolta dubbi su una possibile disconnessione tra l'andamento degli *asset* finanziari e quello dell'economia reale. Tuttavia, la peculiarità di tali andamenti riflette caratteristiche altrettanto peculiari della crisi economica sottostante, certamente la più profonda e vasta dal secondo dopoguerra (oltre il 90% delle economie mondiali è entrato in recessione nel 2020), ma anche verosimilmente una delle più rapide, in quanto causata da un fattore totalmente esterno al sistema economico-finanziario e non ad elementi di debolezza intrinseca. I mercati finanziari, per loro natura anticipatori degli sviluppi economici futuri, stanno guardando oltre la drammaticità della congiuntura corrente, concentrandosi già sulla futura ripresa. A supportare l'ipotesi di una rapida ripartenza del ciclo economico hanno notevolmente contribuito i tempestivi e massicci interventi delle autorità monetarie e fiscali di tutto il mondo, che si sono dimostrati efficaci nel ripristinare le condizioni finanziarie e nel sostenere i livelli di reddito e di liquidità di famiglie e imprese, limitando l'impatto del *lockdown*. Ci sono evidenze sul fatto che l'ingente liquidità immessa nel sistema economico-finanziario abbia già iniziato a riversarsi sull'economia reale sotto forma di un recupero dei consumi, oltre che sui mercati finanziari. Nel secondo trimestre il PIL globale dovrebbe aver raggiunto il punto di minimo del ciclo, registrando una contrazione *record*, ma i dati macroeconomici pubblicati nelle ultime settimane hanno consistentemente confermato una significativa ripresa, oltre che in Cina, anche nei principali Paesi avanzati già nel mese di maggio. Inoltre, gli indicatori ad alta frequenza sull'attività economica (quali ad esempio dati sulla mobilità, utilizzo di energia elettrica, acquisti nei negozi) testimoniano un graduale ritorno alla normalità, soprattutto in Europa, dove per ora le riaperture sono avvenute senza particolari intoppi. Negli Stati Uniti, a seguito del recente aumento dei contagi e dei passi indietro nelle riaperture in alcuni Stati, è probabile che il recupero dei dati economici evidenzii uno stallo nelle prossime settimane, anche se non necessariamente un nuovo crollo paragonabile a quello di aprile: le autorità appaiono infatti più restie ad applicare misure drastiche e ad infliggere ulteriori danni all'economia, almeno fintanto che il numero di vittime e di

ricoverati nelle terapie intensive non assumano proporzioni preoccupanti. Sicuramente l'esperienza nella gestione del virus è aumentata in questi mesi e ha dimostrato come anche forme di prevenzione più blande come il divieto di assembramenti e l'uso della mascherina possano essere altrettanto efficaci nel contrastarne la diffusione. Inoltre, limitare il rischio di una violenta seconda ondata ha sì delle ripercussioni economiche nel breve, ma dovrebbe favorire una più solida ripresa nel medio termine. Non è ancora chiaro se i supporti fiscali saranno estesi negli USA per fronteggiare chiusure più prolungate, ma un nuovo pacchetto di stimoli è già allo studio del Governo. In generale, la ripresa dell'economia globale nei prossimi mesi rimane incerta e continuerà ad essere influenzata dall'andamento epidemico: il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente citato proprio le incognite sugli sviluppi futuri da questo punto di vista, oltre la drammatica entità del calo nei primi due trimestri dell'anno, tra le ragioni che l'hanno portato a rivedere ulteriormente al ribasso le stime sulla crescita del PIL globale nel 2020 (da -3% a -4,9%). Nel 2021 è ancora atteso un forte rimbalzo, pari al 5,4%, ma la ripresa potrebbe rimanere incompleta fino a quando l'incertezza sul virus e sulle prospettive economiche continuerà a limitare la ripresa delle normali attività, una visione condivisa anche in Europa dalla Commissione Europea e dalla Banca Centrale Europea. L'Italia, insieme alla Spagna, presenta una situazione più difficile rispetto ad altri Paesi, per via del già elevato debito pubblico e del significativo peso di settori particolarmente colpiti, come quello turistico. Se i rischi al ribasso sono numerosi, bisogna comunque ricordare che l'avvento di una cura o vaccino, attesi verso la fine dell'anno o l'inizio del prossimo, potrebbe dare una svolta in positivo allo scenario. Inoltre, come tutte le crisi passate, anche quella in corso produrrà verosimilmente dei mutamenti strutturali e la necessità di una graduale riallocazione della forza lavoro e delle risorse, che potrebbe richiedere un certo tempo, ma anche favorire nuove forme di innovazione, come già stiamo vedendo. L'aumento generalizzato dei livelli di indebitamento che questa crisi ci lascerà in eredità pone degli interrogativi sulla sua sostenibilità, tuttavia l'inflazione è oggi molto bassa e dovrebbe rimanere tale a lungo, specie con la debolezza economica che si è venuta a creare. Le Banche Centrali non dovrebbero dunque avere difficoltà nel mantenere bassi i tassi d'interesse, limitando il costo complessivo di finanziamento del debito. In sintesi, nello scenario di breve termine rimane un'evidente tensione tra i segnali di recupero del ciclo economico e le preoccupazioni sui rischi al ribasso derivanti dalla crisi sanitaria, ragion per cui è lecito attendersi nuove fasi di volatilità ed eventualmente temporanei storni dei mercati. I dati sugli utili del secondo trimestre, che inizieranno ad essere pubblicati nelle prossime settimane, forniranno una visione più chiara su come le aziende abbiano affrontato i mesi di *lockdown* e sui piani per il futuro. Altri elementi da monitorare saranno la campagna per le Presidenziali statunitensi, il dibattito sul pacchetto fiscale in Europa e l'evoluzione dei rapporti geopolitici, specie tra Stati Uniti e Cina. In un'ottica di medio-lungo periodo, tuttavia, il graduale recupero economico, a fronte di ampi supporti monetari e fiscali, condizioni finanziarie ultra-accomodanti, abbondanza di liquidità e carenza di alternative d'investimento sono tutti fattori che continuano a favorire un investimento diversificato nei mercati obbligazionari a *spread* e ancor più nei mercati azionari.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
ENEL SPA	16.950.000	130.142.096	9,27
INTESA SANPAOLO	48.925.144	83.348.875	5,94
ASSICURAZIONI GENERALI	3.910.000	52.667.700	3,75
ENI SPA	5.410.000	45.930.900	3,27
STMICROELECTRONICS	1.895.299	45.904.142	3,28
UNICREDIT SPA	5.200.000	42.577.600	3,04
FERRARI NV	224.000	34.014.400	2,43
TERNA SPA	4.600.000	28.142.800	2,01
SNAM SPA	6.320.754	27.394.148	1,96
FINECOBANK BANCA	2.169.067	26.061.340	1,86
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILE	2.800.000	25.043.200	1,79
MEDIOBANCA SPA	3.330.000	21.278.700	1,52
NEXI SPA	1.364.100	21.007.140	1,50
POSTE ITALIANE SPA	2.450.000	18.963.000	1,36
DIASORIN SPA	110.000	18.744.000	1,34
CNH INDUSTRIAL NV	3.000.000	18.684.000	1,34
PRYSMIAN SPA	850.000	17.527.000	1,25
ATLANTIA SPA	1.200.000	17.160.000	1,23
EXOR HOLDING NV	320.000	16.268.800	1,16
INFRASTRUTTURE WIREL.	1.755.352	15.657.740	1,12
TELECOM ITALIA SPA	44.000.000	15.386.800	1,10
RECORDATI SPA	300.000	13.335.000	0,95
MONCLER SPA	390.000	13.275.600	0,95
INTERPUMP GROUP SPA	459.120	12.139.133	0,87
UNIPOL GRUPPO FINANZ.	3.476.009	12.033.943	0,86
DAVIDE CAMPARI MILANO	1.600.000	12.000.000	0,86
BREMBO ORD	1.391.536	11.445.384	0,82
LYX ETF FTSE IT MIDC	100.000	11.132.000	0,80
ERG SPA	537.006	10.305.145	0,74
IREN SPA	4.621.022	10.193.975	0,73
AUTOSTRADA TORINO MI	470.000	9.559.800	0,68
BANCA MEDIOLANUM SPA	1.456.313	9.305.840	0,67
SANOFI	100.000	9.065.000	0,65
AMPLIFON SPA	370.000	8.772.700	0,63
REPLY SPA	120.756	8.676.319	0,62
DE LONGHI SPA	358.124	8.351.452	0,60
UCGIM FR 12/49	11.156.000	8.255.440	0,59
BUZZI UNICEM SPA	430.000	8.243.100	0,59
HERA SPA	2.400.000	8.030.400	0,57
COMPAGNIE DE SAINT G.	250.000	8.012.500	0,57
ISPIM 7 PERP	8.000.000	7.960.000	0,57
GOLDMAN SACHS GROUP	45.000	7.917.820	0,57
UNIPOLSAI	3.482.621	7.411.017	0,53
ROCHE HOLDING AG	24.000	7.404.715	0,53
ISPIM 3.45 PERP	9.110.000	7.332.457	0,52
ITALGAS SPA	1.400.000	7.238.000	0,52
ITALMOBILIARE SPA	248.776	7.214.504	0,52
LEONARDO SPA	1.190.000	7.021.000	0,50
BAMIII 8.75 PERP	8.000.000	6.864.880	0,49
INDUSTRIA MACCHINE A.	127.374	6.814.509	0,49

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>1.331.807.068</b>	<b>95,13</b>	<b>1.556.616.602</b>	<b>96,56</b>
A1. Titoli di debito	93.242.107	6,66	57.825.348	3,59
A1.1 titoli di Stato	7.175.250	0,51	14.337.500	0,89
A1.2 altri	86.066.857	6,15	43.487.848	2,70
A2. Titoli di capitale	1.223.338.122	87,38	1.460.392.120	90,59
A3. Parti di OICR	15.226.839	1,09	38.399.134	2,38
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>4.030.741</b>	<b>0,29</b>	<b>1.945.306</b>	<b>0,12</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	4.030.741	0,29	1.945.306	0,12
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>7.486.543</b>	<b>0,54</b>		
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	7.486.543	0,54		
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ</b>	<b>55.280.013</b>	<b>3,95</b>	<b>52.949.710</b>	<b>3,29</b>
F1. Liquidità disponibile	71.602.944	5,12	46.440.950	2,89
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	17.685.750	1,26	13.374.117	0,83
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-34.008.681	-2,43	-6.865.357	-0,43
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>1.297.827</b>	<b>0,09</b>	<b>534.804</b>	<b>0,03</b>
G1. Ratei attivi	1.296.657	0,09	534.804	0,03
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.170	0,00		
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>1.399.902.192</b>	<b>100,00</b>	<b>1.612.046.422</b>	<b>100,00</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>350.035</b>	<b>327.848</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	350.035	327.848
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>843.263</b>	<b>26.141.044</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	809.613	26.141.044
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	33.650	
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>1.193.298</b>	<b>26.468.892</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>1.398.708.894</b>	<b>1.585.577.530</b>
LA Numero delle quote in circolazione	<b>58.846.842,536</b>	<b>55.295.549,004</b>
I Numero delle quote in circolazione	<b>11.171.104,349</b>	<b>10.368.477,235</b>
LA Valore complessivo netto della classe	<b>1.169.657.202</b>	<b>1.329.450.076</b>
I Valore complessivo netto della classe	<b>229.051.692</b>	<b>256.127.454</b>
LA Valore unitario delle quote	<b>19,876</b>	<b>24,043</b>
I Valore unitario delle quote	<b>20,504</b>	<b>24,703</b>

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

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.464.564,763
Quote rimborsate	661.937,649

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

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	6.857.020,386
Quote rimborsate	3.305.726,854

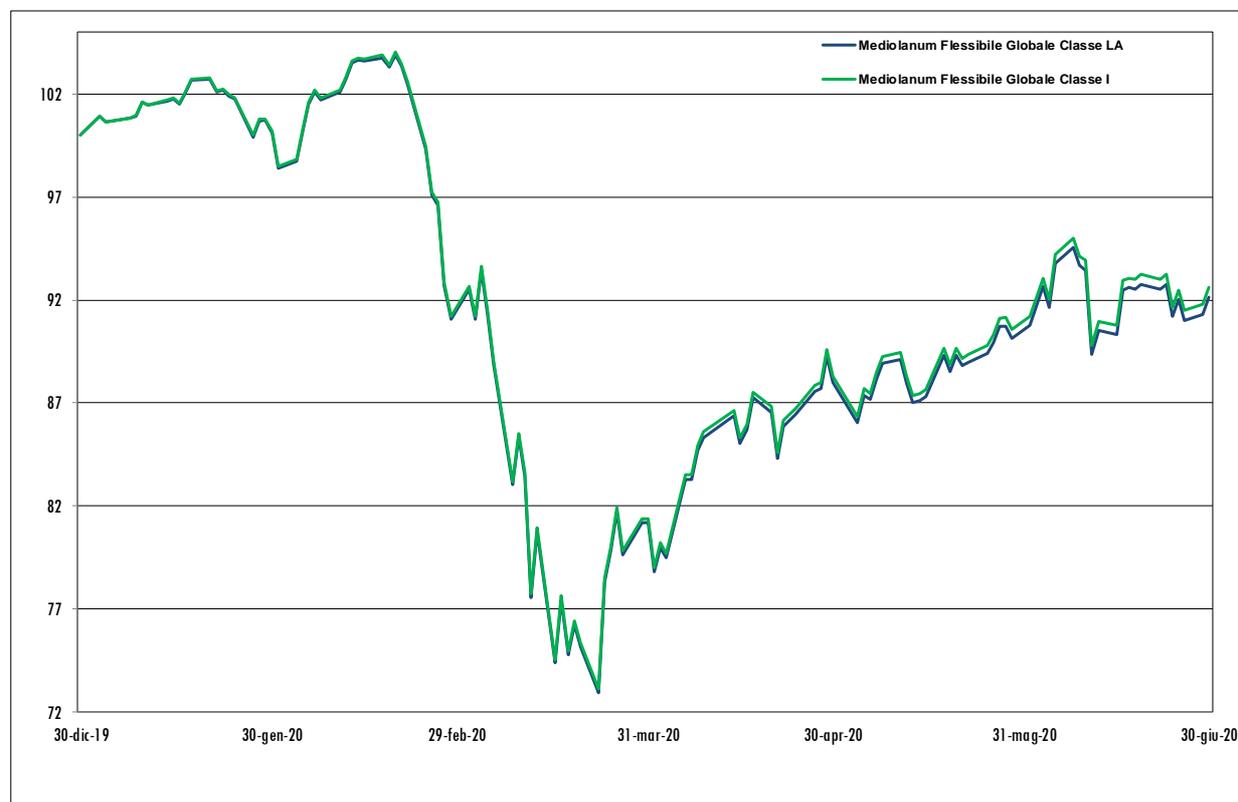
## Mediolanum Flessibile Globale

### Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* negativa (-7,87% per la classe LA e -7,38% 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 2020



### 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 periodo in esame il risultato gestionale del Fondo è stato influenzato dall'evoluzione relativa alla crisi sanitaria e dal grave impatto macroeconomico derivato dalle misure di *lockdown* necessarie a contenere l'ulteriore diffondersi della pandemia.

In tale contesto le Banche Centrali, riconoscendo la gravità del rallentamento economico, hanno avuto un ruolo fondamentale, assicurando massima liquidità sui mercati con politiche monetarie significativamente espansive. La straordinaria liquidità presente sui mercati ha determinato il recupero dei corsi azionari dopo la profonda e violenta correzione di marzo e il restringimento degli *spread* di credito, oltre al permanere dei rendimenti governativi statunitensi e tedeschi sui minimi storici, l'attenzione verso i fondamentali economici e di bilancio è stata per il momento fortemente ridimensionata.

Il Fondo nel periodo è stato investito principalmente in strumenti azionari e sono state poste in essere coperture con strumenti derivati.

Nel periodo le scelte di *asset allocation* sono state guidate dal mantenimento di un atteggiamento cauto alla luce della situazione macroeconomica globale seguita alla dinamica della pandemia nel corso del primo trimestre.

A livello settoriale, riflesso di un atteggiamento costruttivo, si segnala l'implementazione di un portafoglio europeo, legato al tema *mining* e *construction*, e statunitense, legato alla dinamica *value*.

L'esposizione del Fondo al settore tecnologico globale ha fornito un contributo fondamentale all'andamento della quota, dopo la marcata correzione occorsa nel primo trimestre.

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

## Evoluzione prevedibile della gestione

Il secondo trimestre del 2020 ha visto un poderoso recupero delle classi di attivo rischiose, dopo il crollo registrato tra febbraio e marzo a seguito della diffusione su scala globale del virus Covid-19 e dell'imposizione di drastiche misure di distanziamento sociale che hanno causato una delle più gravi crisi economiche della storia. Così come nella fase di calo, i movimenti di mercato hanno sorpreso gli investitori anche nel successivo rimbalzo, sollevando talvolta dubbi su una possibile disconnessione tra l'andamento degli *asset* finanziari e quello dell'economia reale. Tuttavia, la peculiarità di tali andamenti riflette caratteristiche altrettanto peculiari della crisi economica sottostante, certamente la più profonda e vasta dal secondo dopoguerra (oltre il 90% delle economie mondiali è entrato in recessione nel 2020), ma anche verosimilmente una delle più rapide, in quanto causata da un fattore totalmente esterno al sistema economico-finanziario e non ad elementi di debolezza intrinseca. I mercati finanziari, per loro natura anticipatori degli sviluppi economici futuri, stanno guardando oltre la drammaticità della congiuntura corrente, concentrandosi già sulla futura ripresa. A supportare l'ipotesi di una rapida ripartenza del ciclo economico hanno notevolmente contribuito i tempestivi e massicci interventi delle autorità monetarie e fiscali di tutto il mondo, che si sono dimostrati efficaci nel ripristinare le condizioni finanziarie e nel sostenere i livelli di reddito e di liquidità di famiglie e imprese, limitando l'impatto del *lockdown*. Ci sono evidenze sul fatto che l'ingente liquidità immessa nel sistema economico-finanziario abbia già iniziato a riversarsi sull'economia reale sotto forma di un recupero dei consumi, oltre che sui mercati finanziari. Nel secondo trimestre il PIL globale dovrebbe aver raggiunto il punto di minimo del ciclo, registrando una contrazione *record*, ma i dati macroeconomici pubblicati nelle ultime settimane hanno consistentemente confermato una significativa ripresa, oltre che in Cina, anche nei principali Paesi avanzati già nel mese di maggio. Inoltre, gli indicatori ad alta frequenza sull'attività economica (quali ad esempio dati sulla mobilità, utilizzo di energia elettrica, acquisti nei negozi) testimoniano un graduale ritorno alla normalità, soprattutto in Europa, dove per ora le riaperture sono avvenute senza particolari intoppi. Negli Stati Uniti, a seguito del recente aumento dei contagi e dei passi indietro nelle riaperture in alcuni Stati, è probabile che il recupero dei dati economici evidenzii uno stallo nelle prossime settimane, anche se non necessariamente un nuovo crollo paragonabile a quello di aprile: le autorità appaiono infatti più restie ad applicare misure drastiche e ad infliggere ulteriori danni all'economia, almeno fintanto che il numero di vittime e di

ricoverati nelle terapie intensive non assumano proporzioni preoccupanti. Sicuramente l'esperienza nella gestione del virus è aumentata in questi mesi e ha dimostrato come anche forme di prevenzione più blande come il divieto di assembramenti e l'uso della mascherina possano essere altrettanto efficaci nel contrastarne la diffusione. Inoltre, limitare il rischio di una violenta seconda ondata ha sì delle ripercussioni economiche nel breve, ma dovrebbe favorire una più solida ripresa nel medio termine. Non è ancora chiaro se i supporti fiscali saranno estesi negli USA per fronteggiare chiusure più prolungate, ma un nuovo pacchetto di stimoli è già allo studio del Governo. In generale, la ripresa dell'economia globale nei prossimi mesi rimane incerta e continuerà ad essere influenzata dall'andamento epidemico: il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente citato proprio le incognite sugli sviluppi futuri da questo punto di vista, oltre la drammatica entità del calo nei primi due trimestri dell'anno, tra le ragioni che l'hanno portato a rivedere ulteriormente al ribasso le stime sulla crescita del PIL globale nel 2020 (da -3% a -4,9%). Nel 2021 è ancora atteso un forte rimbalzo, pari al 5,4%, ma la ripresa potrebbe rimanere incompleta fino a quando l'incertezza sul virus e sulle prospettive economiche continuerà a limitare la ripresa delle normali attività, una visione condivisa anche in Europa dalla Commissione Europea e dalla Banca Centrale Europea. L'Italia, insieme alla Spagna, presenta una situazione più difficile rispetto ad altri Paesi, per via del già elevato debito pubblico e del significativo peso di settori particolarmente colpiti, come quello turistico. Se i rischi al ribasso sono numerosi, bisogna comunque ricordare che l'avvento di una cura o vaccino, attesi verso la fine dell'anno o l'inizio del prossimo, potrebbe dare una svolta in positivo allo scenario. Inoltre, come tutte le crisi passate, anche quella in corso produrrà verosimilmente dei mutamenti strutturali e la necessità di una graduale riallocazione della forza lavoro e delle risorse, che potrebbe richiedere un certo tempo, ma anche favorire nuove forme di innovazione, come già stiamo vedendo. L'aumento generalizzato dei livelli di indebitamento che questa crisi ci lascerà in eredità pone degli interrogativi sulla sua sostenibilità, tuttavia l'inflazione è oggi molto bassa e dovrebbe rimanere tale a lungo, specie con la debolezza economica che si è venuta a creare. Le Banche Centrali non dovrebbero dunque avere difficoltà nel mantenere bassi i tassi d'interesse, limitando il costo complessivo di finanziamento del debito. In sintesi, nello scenario di breve termine rimane un'evidente tensione tra i segnali di recupero del ciclo economico e le preoccupazioni sui rischi al ribasso derivanti dalla crisi sanitaria, ragion per cui è lecito attendersi nuove fasi di volatilità ed eventualmente temporanei storni dei mercati. I dati sugli utili del secondo trimestre, che inizieranno ad essere pubblicati nelle prossime settimane, forniranno una visione più chiara su come le aziende abbiano affrontato i mesi di *lockdown* e sui piani per il futuro. Altri elementi da monitorare saranno la campagna per le Presidenziali statunitensi, il dibattito sul pacchetto fiscale in Europa e l'evoluzione dei rapporti geopolitici, specie tra Stati Uniti e Cina. In un'ottica di medio-lungo periodo, tuttavia, il graduale recupero economico, a fronte di ampi supporti monetari e fiscali, condizioni finanziarie ultra-accomodanti, abbondanza di liquidità e carenza di alternative d'investimento sono tutti fattori che continuano a favorire un investimento diversificato nei mercati obbligazionari a *spread* e ancor più nei mercati azionari.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
DBX MSCI EMERGING MK	356.000	14.974.072	5,07
ISHARES BG EURO CORP	90.000	11.893.500	4,03
UBS ETF MSCI EMERG.	100.000	8.757.600	2,96
APPLE INC	21.291	6.915.333	2,35
MICROSOFT CORP	35.165	6.371.748	2,16
SPGB 1.85 07/35	5.000.000	5.753.600	1,95
AMAZON.COM INC	2.069	5.082.134	1,73
BTPS 0.35 02/25	5.000.000	4.947.000	1,68
BTP 1.6 06/26	4.000.000	4.182.800	1,42
BTP 4.5 05/23	3.000.000	3.359.700	1,14
T MOBILE US INC	35.411	3.283.671	1,12
EDWARDS LIFESCIENCES	49.431	3.041.603	1,03
FACEBOOK INC A	12.308	2.488.339	0,85
TOKYO ELECTRON LTD	10.300	2.247.501	0,76
ANGLO AMERICAN PLC	98.563	2.027.013	0,69
NEWMONT CORP	35.985	1.978.110	0,67
RIO TINTO PLC	39.316	1.967.549	0,67
WASTE MANAGEMENT INC	20.459	1.929.228	0,66
ALPHABET INC CL C	1.532	1.928.193	0,66
BHP GROUP PLC	105.395	1.918.231	0,65
GLENCORE PLC	1.003.567	1.890.346	0,64
ALPHABET INC CL A	1.474	1.861.021	0,63
SIMON PPTY	28.711	1.747.993	0,59
SCHLUMBERGER LTD	98.429	1.611.636	0,55
SCHNEIDER ELECTRIC	15.751	1.557.459	0,53
JOHNSON + JOHNSON	12.349	1.546.223	0,53
ABB LTD REG	74.299	1.489.134	0,51
VISA INC CLASS A	7.955	1.368.176	0,46
CRH PLC	43.424	1.324.432	0,45
NESTLE SA REG	12.957	1.275.197	0,43
AMADEUS IT GROUP SA	27.472	1.274.151	0,43
UNITEDHEALTH GROUP I	4.537	1.191.460	0,40
COMPAGNIE DE SAINT G.	36.700	1.176.235	0,40
KONE OYJ B	18.800	1.150.936	0,39
INTEL CORP	21.406	1.140.294	0,39
PROCTER + GAMBLE	10.612	1.129.748	0,38
HOME DEPOT INC.	5.023	1.120.342	0,38
RICOH CO LTD	170.000	1.078.888	0,37
MASTERCARD INC CLASS	3.995	1.051.793	0,36
NVIDIA CORP	2.844	961.994	0,33
ROCHE HOLDING AG	3.114	960.762	0,33
WALT DISNEY CO/THE	9.671	960.168	0,33
NETFLIX INC	2.268	918.872	0,31
ADOBE INC.	2.337	905.773	0,31
BANK OF AMERICA CORP	42.600	900.815	0,31
CISCO SYSTEMS INC.	21.669	899.828	0,31
PAYPAL HOLDINGS INC.	5.775	895.854	0,30
AT+T INC.	33.132	891.760	0,30
VERIZON COMMUNICATION	17.332	850.744	0,29
MERCK + CO. INC.	12.264	844.389	0,29

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>265.319.300</b>	<b>90,06</b>	<b>314.431.691</b>	<b>95,16</b>
A1. Titoli di debito	18.243.100	6,19		
A1.1 titoli di Stato	18.243.100	6,19		
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	211.165.760	71,68	273.961.890	82,91
A3. Parti di OICR	35.910.440	12,19	40.469.801	12,25
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>493.482</b>	<b>0,17</b>	<b>506.482</b>	<b>0,15</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	493.482	0,17	506.482	0,15
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>2.475.681</b>	<b>0,84</b>	<b>425.736</b>	<b>0,13</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	2.475.681	0,84	425.736	0,13
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ</b>	<b>26.018.313</b>	<b>8,83</b>	<b>14.805.284</b>	<b>4,48</b>
F1. Liquidità disponibile	30.885.577	10,49	14.265.894	4,32
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	215.868	0,07	41.528.763	12,56
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-5.083.132	-1,73	-40.989.373	-12,40
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>287.449</b>	<b>0,10</b>	<b>273.321</b>	<b>0,08</b>
G1. Ratei attivi	119.330	0,04	2.989	0,00
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	168.119	0,06	270.332	0,08
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>294.594.225</b>	<b>100,00</b>	<b>330.442.514</b>	<b>100,00</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTO CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>55.489</b>	<b>332.540</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	55.489	332.540
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>	<b>247.479</b>	<b>4.724.736</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	227.186	4.334.736
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	20.293	390.000
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>302.968</b>	<b>5.057.276</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>294.291.257</b>	<b>325.385.238</b>
LA Numero delle quote in circolazione	13.113.600,214	13.383.557,785
I Numero delle quote in circolazione	1.500.075,892	1.511.972,498
LA Valore complessivo netto della classe	262.558.311	290.851.758
I Valore complessivo netto della classe	31.732.946	34.533.480
LA Valore unitario delle quote	20,022	21,732
I Valore unitario delle quote	21,154	22,840

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

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	178.548,288
Quote rimborsate	190.444,894

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

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	580.579,131
Quote rimborsate	850.536,702

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Lucio De Gasperis