

Relazione semestrale al 30 giugno 2021 dei Fondi

Mediolanum Flessibile Futuro Italia
Mediolanum Flessibile Futuro Sostenibile

NOTA ILLUSTRATIVA SULLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI**

Signori Partecipanti,

il primo semestre del 2021 è stato condizionato dalle politiche monetarie e fiscali messe in atto a supporto del tessuto economico, provato da un anno di restrizioni alle attività economiche e sociali causate dalla pandemia di covid-19, e dall'avvio delle campagne vaccinali ad inizio gennaio. L'inizio del processo di vaccinazione ha determinato un progressivo miglioramento delle prospettive future ma ha anche generato sui mercati il timore che le condizioni accomodanti globalmente promosse possano essere rimosse per evitare un eventuale surriscaldamento economico: le ultime riunioni dei principali Istituti Centrali, difatti, hanno tentato di calmierare tali preoccupazioni, materializzatesi nel repentino aumento dei tassi specie sulla parte lunga della curva americana, garantendo condizioni accomodanti e tassi fermi almeno finché non si manifesteranno evidenti e duraturi segnali di superamento della crisi pandemica.

Negli Stati Uniti, sebbene la FED abbia adottato un atteggiamento attendista e ancora accomodante nel *meeting* di giugno lasciando invariati i tassi di interesse e confermando il ritmo dell'acquisto di titoli, ha tuttavia avvertito che, nel caso si materializzassero segnali di un andamento dell'inflazione notevolmente al di sopra degli obiettivi fissati, sarebbe pronta a modificare l'orientamento di politica monetaria. Le rinnovate preoccupazioni dell'Istituto Centrale relative ad un andamento inflazionistico superiore o maggiormente persistente rispetto a quanto previsto si sono tradotte nei *dots* che lasciano prevedere una stretta dei tassi più vicina rispetto al recente passato: se restano confermati i tassi fermi sino alla fine dell'anno, per il 2022 la media delle proiezioni passa dall'attuale livello allo 0,25%, con due governatori che prevedono addirittura due rialzi per l'anno prossimo. In merito ad un eventuale *tapering*, il Presidente Powell ha aggiunto che nei prossimi *meeting*, qualora i dati confermassero i progressi economici realizzatisi da dicembre, saranno fornite maggiori indicazioni ma al momento non è stato un tema oggetto di discussione. Relativamente alle politiche fiscali, un ulteriore piano di sostegno da 6 mila miliardi di dollari presentato dal Presidente americano Biden al Congresso evidenzia le rinnovate priorità dell'Amministrazione statunitense: infrastrutture, programmi sociali, istruzione, sanità ed energie rinnovabili e programmi per rendere l'economia USA più competitiva e riequilibrare le fratture sociali. Nel complesso, considerando anche gli altri piani di stimolo fiscale varati in precedenza, la manovra finanziaria americana del 2022 ammonta a 6 mila miliardi di spesa e 4.170 miliardi di dollari di entrate, con conseguente impatto prolungato sul bilancio federale. I negoziati volti a cercare il compromesso *bipartisan* in seno al Congresso per trovare le risorse necessarie a finanziare il mega piano sulle infrastrutture voluto dal presidente avanzano tuttavia con fatica, con i Repubblicani decisi a difendere i tagli delle tasse varati dall'ex presidente Trump.

A livello politico, l'incontro avvenuto a Ginevra tra il Presidente americano e l'omologo russo Vladimir Putin ha sancito un primo segnale di riavvicinamento tra le due grandi potenze mondiali e di miglioramento delle rispettive relazioni diplomatiche: i primi risultati del *meeting* prevedono il rientro degli ambasciatori nelle rispettive sedi e il ripristino delle trattative circa il disarmo nucleare e la sicurezza informatica, sebbene sussistano ancora frizioni su temi più delicati quali la gestione dell'Ucraina e la repressione dell'opposizione in Russia. L'incontro, informale ha difatti sancito la fine del circolo vizioso creatosi negli ultimi anni tra Mosca e Occidente, caratterizzato da una lunga catena di aggressioni, ostilità, accuse e violazioni degli accordi internazionali.

Anche sul versante europeo, con una decisione presa all'unanimità dal Consiglio Direttivo della BCE, nel *meeting* di giugno l'Istituto Centrale ha deciso di mantenere invariato il ritmo degli acquisti netti del piano anti-covid anche per il prossimo trimestre, garantendo una politica monetaria ancora fortemente accomodante come da aspettative di mercato, nonostante una visione dell'economia migliorata e decisamente più ottimistica rispetto alle precedenti. I rischi sulle prospettive di crescita europee, difatti, secondo la Presidente Lagarde sono tornati largamente bilanciati, sebbene restino incertezze che rendono prematuro e non necessario iniziare a parlare di eventuali *exit strategy* dal PEPP. La decisione di lasciare invariato il ritmo del piano di acquisti a 80 miliardi di euro mensili trova fondamento nella lettura di dati inflazionistici deboli, caratterizzati da un aumento debole e temporaneo che sarà soggetto ad una nuova diminuzione all'inizio del prossimo anno, conseguenza del venir meno di fattori transitori e del calo dei prezzi dell'energia a livello mondiale.

Per quanto riguarda l'Italia, l'approvazione ufficiale da parte di Bruxelles del Piano italiano di Ripresa e Resilienza (PNRR), unitamente alle tante rinunce di altri Paesi ai prestiti del Next Generation EU, permette all'Italia di assorbire l'ampia maggioranza del Recovery Fund e pone le premesse per ottenere un anticipo, atteso entro la fine di luglio, di 25 miliardi di euro, pari al 13% del totale spettante. La sfida per il Governo italiano si disegna complessa e si manifesta nella necessità di avviare un percorso di attuazione delle spese che dovrà essere rigorosamente rispettato al fine di evitare il rischio di perdere i finanziamenti a consuntivo e quindi veder aumentare *deficit* e debito mentre sfumano ulteriori quote di aiuti comunitari. Il via libero della Commissione Europea all'Italia è stato definito dal *premier* Draghi come "*alba della ripresa dell'economia italiana*": il PNRR investirà nella transizione verde e in quella digitale e prevede l'attuazione di riforme cruciali per ridurre la burocrazia nella pubblica amministrazione e rendere la giustizia maggiormente efficiente, oltre ad una legge sulla concorrenza che dovrebbe facilitare i contratti per il settore pubblico e una riforma del settore finanziario, cui si aggiunge l'ambizioso obiettivo di creare oltre 240mila posti di lavoro entro il 2026.

In tema di politiche fiscali a sostegno dell'economia, una seconda tornata di aiuti a fondo perduto dal valore di 15,4 miliardi di euro approvata dal Consiglio dei ministri nell'ambito del cosiddetto decreto sostegni-bis e finanziata da uno scostamento di 40 miliardi autorizzato dal Parlamento contribuirà al sostenimento e alla ripresa economica delle imprese italiane. Mario Draghi ha definito il piano come l'ultimo *extradeficit*: l'accelerazione della campagna vaccinale e le conseguenti riaperture delle attività secondo il *premier* porteranno a revisioni al rialzo del PIL già a partire da questo trimestre. Il solo rimbalzo del PIL non è tuttavia ritenuto sufficiente a far ripartire il Paese, perché l'unico modo per avviare una traiettoria virtuosa di abbattimento del debito è puntare su una crescita sostenuta, basata su aiuti alle imprese che hanno sostenuto il costo delle chiusure. Commentando inoltre le scelte di politica monetaria della BCE, Draghi ha affermato di condividere le scelte di Francoforte sul mantenimento di una politica espansiva nonostante l'incremento dell'inflazione, considerato provvisorio anche dal Primo Ministro italiano.

Secondo la nota congiunturale elaborata dal Centro Studi di Confindustria (CSC) l'Italia ha difatti intrapreso un sentiero di risalita e ripartenza successivo alla crisi, caratterizzato da un forte rimbalzo del PIL atteso nel terzo e quarto trimestre (seguito dal limitato aumento registrato nel secondo trimestre dell'anno), sentiero che verrà consolidato dall'impatto degli investimenti finanziati dal Next Generation EU. A sostenere la ripresa il settore manifatturiero, sostenuto da una domanda attestata su livelli oltre le previsioni, mentre il settore dei servizi, particolarmente gravato dalla crisi pandemica, ha fornito i primi segnali di ripresa a seguito dell'allentamento delle misure anti-covid di maggio. L'evoluzione della campagna di vaccinazione e la progressiva rimozione delle limitazioni alle attività economiche e agli spostamenti personali hanno inoltre spinto l'Unione Europea a rivedere al rialzo le stime di crescita del PIL, portando quello europeo al +4,3% nel 2021 e quello italiano al +4,2%.

In Giappone, secondo le previsioni rilasciate dalla Bank of Japan (BoJ), l'indice *core* dei prezzi al consumo giapponese anche per il 2024 si attesterà sui livelli lontani dal target di inflazione fissato al 2% dal Governatore dell'Istituto Centrale Haruhiko Kuroda. A contribuire al mancato raggiungimento dell'obiettivo anche nel corso del secondo mandato di Kuroda è stato il calo del PIL registrato dal Paese nel 2020 (pari al 4,8%), che ha determinato un calo dei prezzi dello 0,4%, e la nuova ondata di contagi che ha determinato il ritorno delle limitazioni alle attività economiche. Di conseguenza, la BoJ ha ridotto le previsioni sull'inflazione allo 0,1% nel 2021 (rispetto alla precedente stima pari allo 0,5%), fissando il raggiungimento del *target* difatti oltre il 2024, suscitando dubbi sull'effettiva correttezza di un obiettivo al 2%. Kuroda ha comunque difeso la scelta della BoJ, sottolineando come tutti gli

sforzi introdotti per raggiungere tale livello abbiano generato effetti positivi e mantenuto l'inflazione almeno al di sopra dello 0%. La Banca Centrale ha inoltre mantenuto i tassi invariati (-0,1% i tassi a breve); il quadro inflattivo, una campagna vaccinale che stenta a decollare e le Olimpiadi ormai alle porte lasciano presumere che la BoJ manterrà le proprie politiche accomodanti più a lungo di FED e BCE.

Infine, secondo le previsioni economiche elaborate dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), il ruolo di traino per la ripresa della crescita del PIL mondiale sarà rivestito nel 2021 da Cina e Stati Uniti, in un contesto in cui i rischi principali sono caratterizzati da ulteriori rallentamenti nelle campagne vaccinali nazionali unitamente alla possibilità che una ripresa economica eccessivamente rapida negli USA possa determinare un irripidimento nel percorso di rialzo dei tassi che impatterebbe in primo luogo i Paesi Emergenti. Con specifico riferimento all'Italia, il FMI ha rivisto al rialzo le proprie stime di crescita per il 2021 (dal 3% di gennaio all'attuale 4,25%), grazie ad una risposta alla crisi sanitaria ritenuta generalmente efficace nell'attenuarne l'impatto; i tempi della ripresa sono però ritenuti incerti, gravati dal peso del debito che potrebbe spingere diverse aziende al ridimensionamento o alla chiusura. Il Fondo, di conseguenza, ha nuovamente sottolineato la necessità di riforme volte ad aumentare il potenziale di crescita per rafforzare l'efficienza della spesa pubblica e il sistema fiscale.

I mercati finanziari

Mercati obbligazionari		Variazione (pb)		Rendimento			
		Dal 30/12/2020 al 30/06/2021	2° trim.	30/06/2021	31/03/2021	30/12/2020	
Stati Uniti							
Rendimenti Governativi	2 anni	13	9	0,25%	0,16%	0,12%	
	5 anni	52	-5	0,89%	0,94%	0,37%	
	10 anni	54	-27	1,47%	1,74%	0,92%	
	30 anni	43	-32	2,09%	2,41%	1,66%	
	Germania						
	2 anni	4	3	-0,66%	-0,69%	-0,70%	
	5 anni	15	4	-0,59%	-0,63%	-0,74%	
	10 anni	36	9	-0,21%	-0,29%	-0,57%	
	30 anni	45	3	0,29%	0,26%	-0,16%	
	Italia						
	2 anni	4	1	-0,37%	-0,38%	-0,41%	
	5 anni	10	8	0,09%	0,01%	-0,01%	
10 anni	28	15	0,82%	0,67%	0,54%		
30 anni	42	19	1,84%	1,65%	1,42%		
Spread	Italia - Germania						
	2 anni	0	-2	0,29%	0,31%	0,29%	
	10 anni	-9	7	1,03%	0,96%	1,11%	
	Spagna - Germania						
	2 anni	8	-5	0,16%	0,20%	0,08%	
	10 anni	0	-1	0,62%	0,63%	0,62%	

Dalla fine del 2020 e nel corso dell'ultimo semestre, i principali titoli governativi hanno generalmente registrato un aumento dei rendimenti lungo tutto il tratto della curva, sostenuti dalla ripresa macroeconomica in essere.

Negli Stati Uniti il rendimento del Treasury a 5 anni è passato dallo 0,37% di inizio anno allo 0,89% di fine semestre, a seguito del miglioramento della dinamica di crescita e d'inflazione, nonché di un, seppur graduale, potenziale rialzo dei tassi da parte della FED a partire dal 2023. Il movimento di rialzo dei rendimenti ha impattato tutta la curva per un'entità pressoché similare fra le varie scadenze.

Nonostante nel corso del primo trimestre la parte lunga della curva avesse fatto registrare variazioni di circa 90bps, parte di tale movimento è stato poi riassorbito nel corso del secondo trimestre, a seguito delle rassicurazioni della FED circa il mantenimento di una politica monetaria ancora accomodante e una minore crescita inflattiva rispetto a quella stimata.

Il rendimento dei titoli governativi tedeschi ha seguito quello dei governativi statunitensi, seppur con minore entità, registrando rialzi nell'intorno dei 20/30bps sul tratto di curva 5-10 anni. Per quanto riguarda i titoli di Stato italiani, la dinamica è stata pressoché simile, con rialzi dei rendimenti nell'ordine dai 10 ai 40bps a seconda del tratto di curva.

Il comprato governativo ha avuto pertanto una *performance* negativa, con un fisiologico rialzo dei rendimenti a seguito dell'allentamento delle misure anti covid-19 e della ripresa post pandemica. Il rialzo è stato tuttavia contenuto, in presenza di Banche Centrali che mostrano ancora politiche monetarie accomodanti ed espansive.

Mercati azionari	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2020 al 30/06/2021	2° trim.	30/06/2021	31/03/2021	30/12/2020
Indici Mondiali					
MSCI All Country World	11,6%	6,9%	720	673	645
MSCI World	12,3%	7,3%	3.017	2.812	2.686
Indici Statunitensi					
Dow Jones I.A.	13,5%	4,6%	34.503	32.982	30.410
S&P 500	15,2%	8,2%	4.298	3.973	3.732
Nasdaq Comp.	12,7%	9,5%	14.504	13.247	12.870
Indici Europei					
STOXX Europe 600	13,1%	5,4%	453	430	400
EURO STOXX	13,1%	4,6%	452	432	400
FTSE MIB	12,9%	1,8%	25.102	24.649	22.233
DAX	13,2%	3,5%	15.531	15.008	13.719
CAC 40	16,2%	7,3%	6.508	6.067	5.599
AEX	16,2%	4,2%	730	700	628
IBEX 35	8,2%	2,8%	8.821	8.580	8.154
SMI	11,6%	8,1%	11.943	11.047	10.704
FTSE 100	7,3%	4,8%	7.037	6.714	6.556
Indici Asiatici					
NIKKEI 225	4,9%	-1,3%	28.792	29.179	27.444
S&P/ASX 200	9,4%	7,7%	7.313	6.791	6.682
Hang Seng	6,2%	1,6%	28.828	28.378	27.147
Indici Emergenti					
MSCI Emerging Markets	6,6%	4,4%	1.375	1.316	1.289

Nel corso dell'ultimo semestre gli indici azionari globali hanno ottenuto delle *performance* positive, proseguendo nel rialzo che ha caratterizzato gli ultimi trimestri dello scorso anno.

Il positivo andamento degli indici è stato favorito dalle progressive riaperture delle economie in seguito all'evoluzione delle campagne vaccinali ed è stato supportato dal proseguimento delle politiche espansive delle principali Banche Centrali globali, nonché dalle iniziative fiscali implementate per favorire una piena ripresa delle economie nella fase post-pandemica.

Nel corso del semestre il mercato statunitense ha fatto registrare *performance* superiori rispetto ai mercati azionari globali, a livello aggregato. L'indice NASDAQ ha sottoperformato l'indice S&P500, sulla scorta della rotazione settoriale che ha favorito i comparti c.d. *value*. Il mercato azionario europeo ha sovraperformato gli indici globali, trainato dalle buone *performance* del mercato francese. Una tendenziale debolezza si è invece registrata sui listini inglese e spagnolo. Sulle dinamiche dell'area hanno rivestito un importante ruolo l'evoluzione della campagna vaccinale e le politiche fiscali europee, concretizzate nel piano Next-Gen EU. I mercati dell'area pacifico hanno tendenzialmente ottenuto *performance* inferiori, con particolare evidenza per il mercato giapponese, più debole anche in termini relativi rispetto ai restanti mercati dell'area. Infine, si segnala una certa debolezza per quanto riguarda i mercati emergenti, penalizzati dalle dinamiche di evoluzione pandemica.

Valute	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2020 al 30/06/2021	2° trim.	30/06/2021	31/03/2021	30/12/2020
Eur Usd	-3,6%	1,1%	1,186	1,173	1,230
Eur Gbp	-5,0%	0,7%	0,857	0,851	0,903
Eur Jpy	3,8%	1,5%	131,75	129,86	126,91

Da inizio anno l'euro si è deprezzato contro il dollaro statunitense (-3,6%) e apprezzato (+3,8%) nei confronti dello yen giapponese. Entrambi i movimenti sono spiegabili per la maggior parte da un unico fattore predominante, ovvero il progressivo aumento del rendimento del decennale statunitense (Treasury).

Le aspettative per un'inflazione americana in crescita nel corso del 2021, unite ad una politica fiscale fortemente espansiva da parte dell'Amministrazione Biden, hanno portato i tassi americani a 10 anni a toccare, nel corso del primo trimestre dell'anno, il massimo in termini di rendimento (1,75% circa) alla fine del mese di marzo, esacerbando il differenziale dei tassi con l'Europa (Bund tedesco), trascinando il dollaro americano al massimo del suo rafforzamento fino all'area 1,17 circa contro euro. Le aspettative da parte dei mercati per una normalizzazione della politica monetaria statunitense (*tapering*) da parte della Federal Reserve per la seconda parte del 2021 hanno poi riportato, a fine giugno, il cambio euro/dollaro in prossimità dei livelli di marzo. In un contesto di politica monetaria espansiva da parte della Bank of Japan, il movimento sopraccitato del *Treasury* ha influito anche sul deprezzamento dello yen nel periodo in analisi.

Il ritmo elevato delle vaccinazioni anti-covid19 da parte del Regno Unito nel corso del primo semestre del 2021, unito ad una politica monetaria da parte della Bank of England che ha escluso l'introduzione di tassi d'interesse negativi, hanno contribuito a creare un *sentiment* di mercato positivo verso il Regno Unito che si è riflesso anche sulla valuta: la sterlina si è infatti fortemente rafforzata nei confronti della valuta unica europea, soprattutto nel primo trimestre, in cui ha raggiunto l'area 0,85 circa per poi mantenersi in area 0,86 nel secondo trimestre.

Materie Prime	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2020 al 30/06/2021	2° trim.	30/06/21	31/03/21	30/12/20
Petrolio (Brent)	47,6%	20,4%	75,1	62,4	50,9
ORO	-6,6%	3,7%	1.770,1	1.707,7	1.894,4

Per quanto riguarda le *commodities*, l'avvio delle campagne vaccinali ha permesso la graduale rimozione delle limitazioni alle attività sociali ed economiche imposte al fine di ridurre la circolazione del virus. Il lento ritorno alla normalità è coinciso con un forte aumento della domanda di petrolio, riflessosi nel prezzo del greggio che da inizio anno ha fatto segnare +47,6%

Le ottimistiche prospettive future relative ad una prossima uscita dalla crisi pandemica hanno, inoltre, generato sui mercati un generale clima di propensione al rischio, come evidenziato dalla perdita di valore dell'oro, da sempre considerato un bene rifugio dagli investitori, il cui valore risulta in contrazione da inizio per un valore pari al -6,6%.

Settori (MSCI World AC)	Variazione %		Livello		
	Dal 30/12/2020 al 30/06/2021	2° trim.	30/06/2021	31/03/2021	30/12/2020
Info Tech	12,2%	10,33%	509,3	461,6	454,0
Health Care	9,6%	9,03%	347,0	318,3	316,6
Industrial	11,6%	4,20%	323,2	310,2	289,6
Material	10,7%	5,32%	365,2	346,7	330,0
Cons. Discr.	7,8%	5,74%	409,5	387,2	380,0
Financials	17,3%	5,44%	144,8	137,3	123,4
Cons. Staples	3,7%	4,96%	277,8	264,7	268,0
Utilities	-0,9%	-1,31%	149,9	151,9	151,2
Real Estate	14,1%	7,48%	1.168,9	1.087,6	1.024,8
Tel. Services	15,2%	7,70%	115,5	107,2	100,2
Energy	25,7%	8,37%	182,9	168,7	145,5
VIX Index	-30,5%	-18,40%	15,8	19	22,8

Il mercato si è attestato su livelli di bassa volatilità alla luce del miglioramento delle economie globali supportate dalle politiche espansive delle Banche Centrali e dalle progressive riaperture delle economie in concomitanza dell'evoluzione della campagna vaccinale anti Covid 19. Nel primo semestre 2021, le *performance* settoriali hanno mostrato risultati positivi in quasi tutti i comparti: il forte rimbalzo dei listini azionari iniziato nella seconda metà del 2020 è proseguito nel primo semestre del 2021 e ha impattato maggiormente i settori energetico, finanziario e immobiliare: il *trend* positivo del prezzo del greggio iniziato a novembre 2020 è proseguito in modo incessante per tutta la prima metà del 2021 e si è riflesso nei prezzi dei titoli petroliferi. Le aspettative

per un miglioramento del quadro macroeconomico hanno generato, in particolare nella prima parte dell'anno, un movimento di rialzo dei tassi che ha impattato positivamente sui titoli del settore finanziario, ipotizzando per gli stessi un miglioramento della propria profittabilità. La ripresa delle attività economiche ha, inoltre, permesso un forte rimbalzo degli indici di fiducia e ha innescato un *mood* di *risk-on* sui listini azionari, che hanno visto sovraperformare i temi ciclici e legati ai consumi come i comparti della tecnologia, degli industriali, dei materiali di base e dei consumi discrezionali a discapito di quelli difensivi come le *utilities* e gli *staples*. Positiva anche la *performance* del settore delle telecomunicazioni.

Fiscalità

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

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

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

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

Non è, tuttavia, prevista l'applicazione di due distinte aliquote ma è la base imponibile che viene ridotta utilizzando un criterio forfettario di tipo patrimoniale. In particolare, l'aliquota del 26% è applicata ad una base imponibile che dovrà essere ridotta al 48,08% per la quota di proventi riferibili ai titoli pubblici ed equiparati, al fine di assicurare che i redditi di capitale e diversi derivanti dai predetti titoli vengano tassati nella misura del 12,50%.

In altri termini significa applicare al reddito derivante dall'investimento in titoli pubblici ed equiparati l'aliquota del 12,5% ($48,08\% \times 26\% = 12,5\%$).

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

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

Si riporta di seguito la percentuale media dell'attivo in "white list ed equiparati", relativa ai documenti contabili semestrali redatti al 30/06/2020 e 30/12/2020, e la conseguente aliquota sintetica applicabile nel semestre 01/07/2021 - 31/12/2021.

	Percentuale <i>White List</i> ed Equiparati	Aliquota Sintetica
Mediolanum Flessibile Futuro Italia	0,25%	25,97%
Mediolanum Flessibile Futuro Sostenibile	4,55%	25,38%

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.

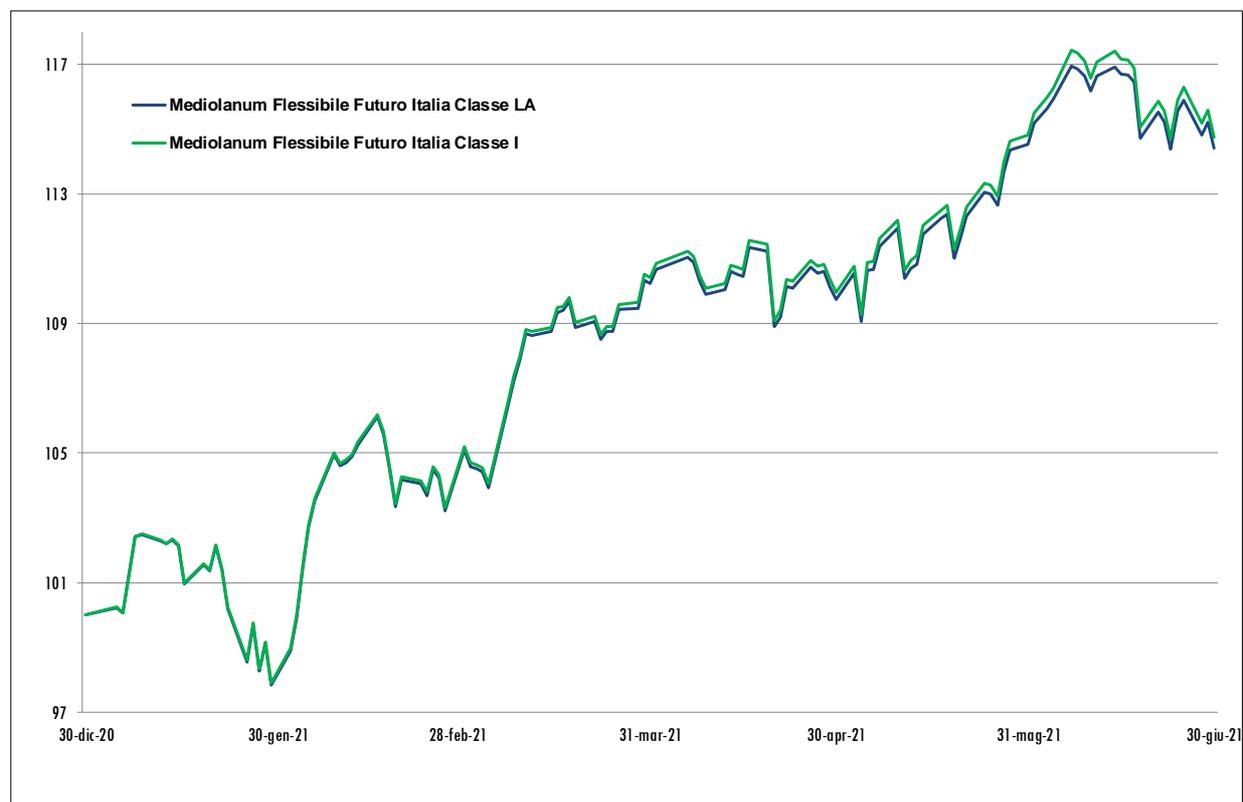
Mediolanum Flessibile Futuro Italia

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (14,41% per la classe LA e 14,76% 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 2021



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 del primo semestre 2021 il patrimonio del Fondo è stato principalmente esposto al mercato azionario domestico. In particolare, il Fondo ha mantenuto un'esposizione azionaria che, mediamente, è stata del 97%, mentre l'esposizione obbligazionaria è stata azzerata durante il corso del semestre.

Nel rispetto delle indicazioni e dei limiti previsti dal Prospetto, gli investimenti azionari del Fondo sono stati indirizzati al segmento delle società sia a grande sia a media e piccola capitalizzazione.

È stato un semestre molto positivo per il mercato azionario italiano (FTSEMIB +14,7% rendimento totale) e, in particolare, per quello legato alle medie e piccole capitalizzazioni salite rispettivamente del 26% e del 30%. L'insediamento a metà febbraio del governo Draghi e le aspettative legate all'impatto, in termini di crescita, delle importanti risorse messe a disposizione dalla Comunità Europea hanno creato un clima di rinnovato ottimismo, anche se non sono mancati momenti di incertezza causati da momentanee accelerazioni della pandemia di covid-19 e, soprattutto negli ultimi mesi, dall'insorgere delle varianti. A livello settoriale, quello bancario è stato uno dei settori migliori nel primo semestre 2021. Importanti in questo senso le *performance* messe a segno sia dai titoli a più larga capitalizzazione come Intesa Sanpaolo e UniCredit sia quelle relative a titoli, come Bper, Banco BPM e Banca Popolare di Sondrio, indicati come potenziali *target* nell'ambito del processo di consolidamento del settore. Oltre ai titoli bancari, a fare decisamente bene nel primo semestre 2021 è stato il settore petrolifero, favorito dalle importanti quotazioni raggiunte dal greggio. Da segnalare, all'interno del settore automobilistico, l'ottimo andamento del titolo Stellantis, il nuovo colosso frutto della fusione tra i gruppi Fiat Chrysler e PSA. Meno bene il settore dei titoli dei servizi di pubblica utilità che ha sofferto per via delle aspettative legate alle dinamiche inflattive in essere. Decisamente bene con rendimenti a doppia cifra sono stati i titoli a piccola e media capitalizzazione, favoriti anche da un mercato primario particolarmente attivo, oltre che da operazioni di *delisting*. Tra le operazioni più rilevanti ricordiamo l'Opa lanciata da ION Group su Cerved, quella di Assicurazioni Generali su Cattolica Assicurazioni, l'ingresso della società di telecomunicazione francese Iliad nel capitale di Unieuro con una partecipazione del 12% e l'incremento del colosso del lusso LVMH dal 3% al 10% di Tod's.

In termini di operatività gestionale, l'esposizione azionaria è stata importante per beneficiare dell'apprezzamento del mercato e maggiormente orientata verso i settori dei consumi discrezionali e industriale, rappresentati in maniera significativa dalle società a media e piccola capitalizzazione. È stata, invece, ridotta l'esposizione ai titoli di pubblica utilità, preferendo agli stessi titoli appartenenti al settore petrolifero e a quello finanziario. A livello di selezioni dei singoli titoli, le scelte di investimento hanno riguardato società, sia di grande sia di media o piccola capitalizzazione, con un orientamento al *digital* e al *green*, sulle aspettative delle importanti risorse che saranno destinate in questi ambiti a livello comunitario.

Evoluzione prevedibile della gestione

I timori sulla variante Delta non consentono di abbassare la guardia e stanno provocando, anzi, ritardi nelle riaperture in alcuni Paesi avanzati e difficoltà più accentuate in altre aree del mondo, soprattutto emergente; tuttavia, i Governi sembrano più che mai decisi ed equipaggiati ad affrontare quella che a tutti gli effetti è diventata una gara di velocità tra il ritmo con il quale si riescono ad allargare coperture vaccinali complete ai cittadini e la diffusione di varianti più contagiose e apparentemente resistenti alla singola dose. In base all'accelerazione osservata di recente nel ritmo di vaccinazione in alcuni Paesi emergenti e al fatto che con un'elevata copertura vaccinale la pressione sui sistemi sanitari sembra comunque rimanere limitata, si può ipotizzare che questa sfida si rivelerà complessa, ma alla fine vincente. Variabile Delta permettendo, quindi, la ripresa globale dovrebbe rimanere solida nei prossimi mesi e diventare anche più sincronizzata verso la fine dell'anno, quando i progressi nelle vaccinazioni consentiranno ad una platea più ampia di Paesi, compresi quelli dell'area asiatica e dell'America Latina, di allentare le restrizioni e partecipare al recupero.

L'Europa è ancora all'inizio della fase di rimbalzo, soprattutto per quanto concerne i consumi in molte categorie di servizi. L'attività economica sta accelerando e dovrebbe trarre beneficio da una stagione turistica che si profila florida, nonostante la reintroduzione di alcune limitazioni agli arrivi dall'estero (in particolare dal Regno Unito). Negli Stati Uniti, il picco del rimbalzo è stato probabilmente già raggiunto, ma i livelli di attività dovrebbero rimanere molto elevati anche nei prossimi mesi. Col riassorbirsi del *boom* legato alle riaperture e ai generosi sussidi fiscali, i consumi dovrebbero infatti stabilizzarsi ma rimanere sostenuti da un'elevata capacità di spesa delle famiglie e dai continui progressi nel mercato del lavoro. Sul lato dell'offerta, a

livello globale, gli ostacoli nel breve termine dovrebbero rivelarsi un fattore positivo in seguito, con il graduale superamento dei colli di bottiglia: la necessità di evadere gli ordini arretrati, di ricostituire le scorte - oggi su livelli estremamente bassi - e di aumentare la capacità produttiva nei settori più sotto pressione, dovrebbero infatti rimanere fattori di supporto per la produzione.

L'inflazione rimarrà verosimilmente elevata per tutto il 2021, con un ulteriore recupero dei prezzi atteso soprattutto nei servizi, per effetto delle continue riaperture; tuttavia la graduale attenuazione degli attuali squilibri tra domanda e offerta e il riassorbimento dell'effetto base dovrebbero favorire un tendenziale rientro delle pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi. Ciò non toglie che in futuro il regime di inflazione potrebbe essere leggermente più elevato rispetto a quello degli ultimi anni.

In questo contesto, gli investitori guarderanno con grande attenzione all'evoluzione dei dati economici, in particolare a quelli sull'inflazione e sull'occupazione statunitensi, per valutare gli effettivi progressi verso il raggiungimento degli obiettivi della FED e per cercare dunque di desumere le tempistiche di avvio del processo di riduzione degli acquisti di titoli sul mercato. Dopo aver contribuito con supporti eccezionali ad attutire l'impatto economico della pandemia fin dal suo inizio, il compito delle Banche Centrali, specie quella statunitense, è particolarmente delicato in questa fase: da una parte c'è la necessità di continuare ad accompagnare la ripresa, evitando scossoni dovuti a mosse affrettate; dall'altra quella di evitare di lasciar correre eccessivamente le attese di inflazione, scongiurando possibili spirali autoalimentanti.

Il risultato dovrebbe essere un processo di normalizzazione molto cauto: il c.d. *tapering* potrebbe essere annunciato in occasione del simposio di Jackson Hole a fine agosto, per poi prendere avvio nel 2022, mentre il primo rialzo dei tassi dovrebbe essere rimandato al 2023. Dal canto suo, la BCE dovrebbe rimanere paziente ancora più a lungo, visto che nell'Eurozona il ritorno al *trend* di crescita pre-covid richiederà più tempo e, di conseguenza, le pressioni di base sui prezzi e sui salari rimarranno contenute.

Inoltre, la politica monetaria e quella fiscale dovrebbero continuare ad operare di concerto, come hanno fatto fin dallo scoppio della pandemia: il mantenimento dei tassi d'interesse reali su livelli molto bassi è infatti funzionale alla sostenibilità di debiti pubblici che hanno raggiunto una dimensione molto elevata e che si preannunciano ancora in espansione nei prossimi anni. Negli USA, arginata la fase emergenziale, l'attenzione del Governo Biden si sta ora concentrando sulle prospettive di crescita di medio-lungo periodo, con la proposta di due importanti programmi di spesa (l'American Jobs Plan e l'American Families Plan), focalizzati sugli investimenti in infrastrutture, sulla svolta digitale e climatica e sul *welfare*. La strada per l'approvazione è complessa, tuttavia l'accordo preliminare *bipartisan* raggiunto di recente tra Democratici e Repubblicani dovrebbe spianare la strada almeno ad una parte di queste proposte, che prevederebbe l'impiego di oltre mille miliardi di dollari nei prossimi otto anni. I Democratici sembrano poi intenzionati a far passare – in questo caso senza il supporto dei Repubblicani - un altro provvedimento, che includerebbe ulteriori capitoli di spesa, ma anche un possibile aumento delle tasse sulle società e sulle persone fisiche con redditi elevati. Nell'ultimo periodo ci sono stati inoltre importanti sviluppi sul Next Generation EU, con l'approvazione da parte della Commissione Europea dei piani di Ripresa e Resilienza dei principali Paesi e la prima emissione obbligazionaria di titoli europei volti a finanziare il programma, che permetterà già nel mese di luglio i primi versamenti dei fondi ai Paesi Membri.

L'obiettivo di queste iniziative, che rappresentano una scommessa chiave da parte dei Governi per le prospettive economiche di medio-lungo termine, è essenzialmente fare in modo che, una volta superata la fase di rimbalzo del ciclo economico post-covid, la crescita prosegua su un sentiero strutturalmente più elevato.

Alla luce dello scenario appena delineato, è verosimile attendersi un *trend* di moderata risalita per i rendimenti obbligazionari e un contesto conseguentemente ancora sfidante per l'obbligazionario tradizionale. D'altra parte, la protratta cautela delle Banche Centrali lascia presagire un percorso di aggiustamento molto graduale, con tassi relativamente bassi a lungo, che continueranno a spingere gli investitori a cercare rendimento in comparti obbligazionari e in *asset class* dai ritorni attesi più elevati.

I mercati azionari dovrebbero rimanere tra i principali candidati a questa "ricerca". Certamente, dopo i rialzi già molto significativi realizzati negli ultimi mesi e con il passaggio ad una fase più matura del ciclo economico - che presto o tardi si accompagnerà anche ad una riduzione, al margine, dei supporti monetari – è opportuno mettere in conto possibili episodi di volatilità o fasi di consolidamento più laterali per l'*asset class*. Tuttavia, il contesto di fondo rimane decisamente supportivo. La prosecuzione della ripresa economica continuerà infatti a traslarsi sugli utili aziendali, la cui crescita – superiore nell'ultimo periodo a quella dei prezzi

degli indici – ha già ridimensionato parzialmente le valutazioni. Inoltre, le condizioni di finanziamento risultano ancora estremamente favorevoli, come evidenziato da tassi d'interesse reali ancora ampiamente negativi. Infine, la liquidità sul mercato si conferma molto abbondante, inclusa quella a disposizione degli investitori *retail*, come si evince chiaramente dall'incremento dei depositi registrato in tutti principali Paesi dall'inizio della pandemia. Da inizio anno, i flussi d'investimento verso i fondi azionari hanno già registrato un recupero notevole, correggendo tuttavia solo in parte le fuoriuscite del 2020, che erano confluite in buona parte in fondi di liquidità e obbligazionari. Il fenomeno riguarda anche l'azionario europeo, dopo anni di flussi perlopiù stagnanti, lasciando auspicare un duraturo ritorno di fiducia sulle prospettive dell'area da parte sia degli investitori esteri sia di quelli domestici.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
INTESA SANPAOLO	45.202.600	105.299.455	5,94
ENEL SPA	12.670.000	99.231.440	5,60
STELLANTIS NV	5.573.320	92.260.739	5,21
ENI SPA	8.550.000	87.808.500	4,96
ASSICURAZIONI GENERA	4.600.000	77.763.000	4,39
UNICREDIT SPA	5.450.000	54.227.500	3,06
STMICROELECTRONICS N	1.600.000	48.968.000	2,77
FERRARI NV	230.000	40.020.000	2,26
NEXI SPA	2.150.000	39.796.500	2,25
CNH INDUSTRIAL NV	2.770.000	38.572.250	2,18
MONCLER SPA	654.394	37.339.722	2,11
MEDIOBANCA SPA	3.100.000	30.535.000	1,72
BANCO BPM SPA	10.900.000	29.571.700	1,67
FINECOBANK BANCA FIN	1.950.000	28.665.000	1,62
PRYSMIAN SPA	900.000	27.207.000	1,54
EXOR HOLDING NV	375.130	25.343.783	1,43
REPLY SPA	171.624	23.787.086	1,34
ERG SPA	893.427	22.335.675	1,26
DE LONGHI SPA	510.043	18.738.980	1,06
DAVIDE CAMPARI MILAN	1.580.000	17.846.100	1,01
TECHNOGYM SPA	1.497.286	16.110.797	0,91
ENAV SPA	4.165.313	15.828.189	0,89
BREMBO ORD	1.466.726	15.664.634	0,88
AMPLIFON SPA	364.669	15.184.817	0,86
BFF BANK SPA	1.680.000	14.196.000	0,80
TINEXTA SPA	430.000	14.112.600	0,80
ATLANTIA SPA	900.000	13.743.000	0,78
ANIMA HLDG ORD	3.213.402	13.467.368	0,76
ILLIMITY BANK SPA	1.140.000	13.406.400	0,76
POSTE ITALIANE SPA	1.200.090	13.381.004	0,76
BANCA MEDIOLANUM SPA	1.600.000	13.126.400	0,74
FALCK RENEWABLES SPA	2.324.638	12.924.987	0,73
CERVED GROUP SPA	1.286.368	12.606.406	0,71
TERNA SPA	2.000.000	12.568.000	0,71
UNIPOLSAI	5.076.976	12.428.437	0,70
BANCA POPOLARE DI SO	3.312.064	12.115.530	0,68
ANTARES VISION SPA	939.667	10.994.104	0,62
BUZZI UNICEM SPA	485.560	10.861.977	0,61
BRUNELLO CUCINELLI S	220.000	10.850.400	0,61
UNIEURO SPA	420.000	10.248.000	0,58
ESPRINET SPA	680.000	10.077.600	0,57
IREN SPA	4.170.631	10.034.538	0,57
SNAM SPA	2.000.000	9.750.000	0,55
MEDIASET SPA	3.100.000	9.436.400	0,53
BPER BANCA S.P.A.	4.833.505	8.871.898	0,50
RAI WAY	1.733.787	8.807.638	0,50
WIIT SPA	461.457	8.758.454	0,49
RECORDATI SPA	180.000	8.676.000	0,49
DIASORIN SPA	54.000	8.613.000	0,49
HERA SPA	2.400.000	8.361.600	0,47

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.680.081.020	94,85	1.546.168.676	97,97
A1. Titoli di debito			6.690.034	0,42
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri			6.690.034	0,42
A2. Titoli di capitale	1.674.212.303	94,52	1.520.800.676	93,37
A3. Parti di OICR	5.868.717	0,33	18.677.966	1,18
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	4.533.870	0,26	4.007.222	0,25
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	4.533.870	0,26	4.007.222	0,25
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	2.137.842	0,12		
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	2.137.842	0,12		
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	84.458.365	4,77	28.032.613	1,78
F1. Liquidità disponibile	69.475.853	3,93	28.054.968	1,78
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	18.792.149	1,06	11.207.704	0,71
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-3.809.637	-0,22	-11.230.059	-0,71
G. ALTRE ATTIVITÀ	74.163	0,00	47.343	0,00
G1. Ratei attivi			47.343	0,00
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	74.163	0,00		
TOTALE ATTIVITÀ	1.771.285.260	100,00	1.578.255.854	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	472.427	378.820
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	472.427	378.820
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	29.279.694	598.324
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	29.246.445	558.241
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	33.249	40.083
TOTALE PASSIVITÀ	29.752.121	977.144
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.741.533.139	1.577.278.710
LA Numero delle quote in circolazione	56.326.875,358	58.430.485,648
I Numero delle quote in circolazione	10.343.996,546	10.691.069,168
LA Valore complessivo netto della classe	1.462.509.289	1.325.998.115
I Valore complessivo netto della classe	279.023.850	251.280.595
LA Valore unitario delle quote	25,965	22,694
I Valore unitario delle quote	26,974	23,504

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	590.741,275
Quote rimborsate	937.813,897

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	2.796.881,087
Quote rimborsate	4.900.491,377

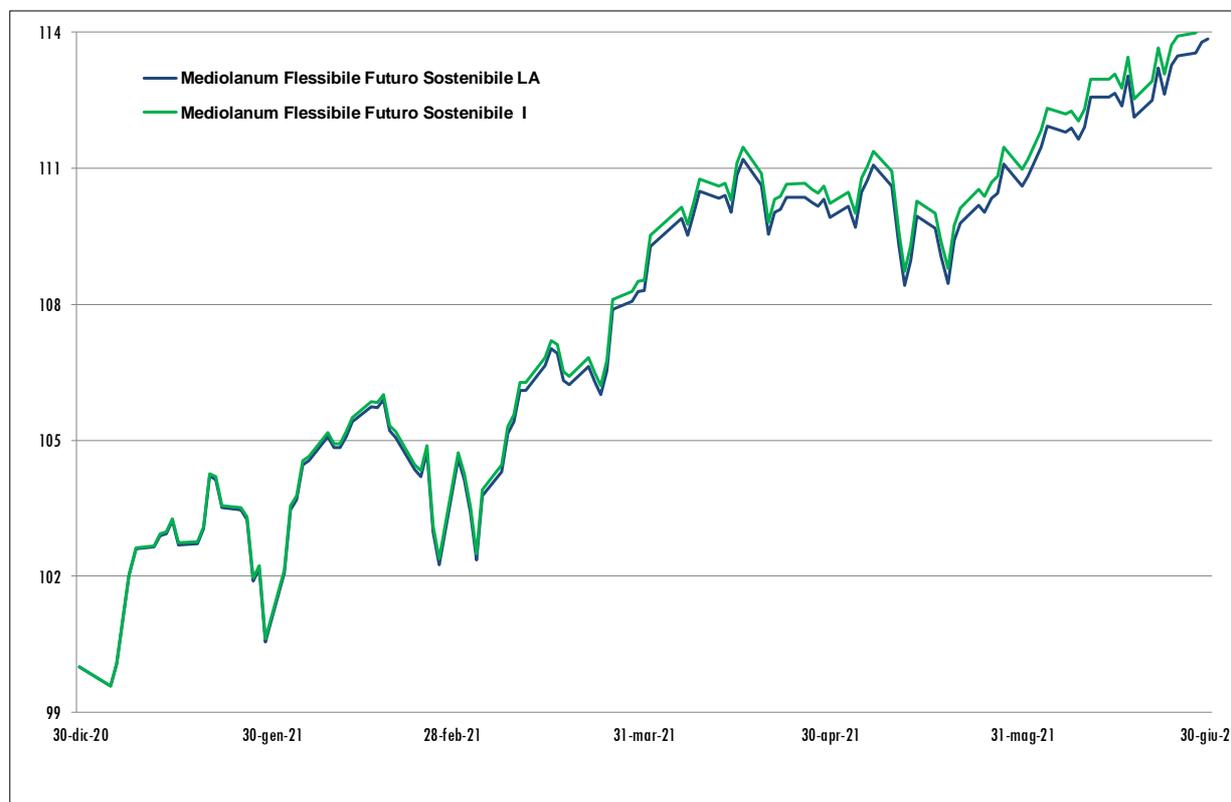
Mediolanum Flessibile Futuro Sostenibile

Performance del Fondo

Nel periodo di riferimento, il Fondo ha registrato una *performance* positiva (13,83% per la classe LA e 14,28% 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 2021



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 positivo risultato gestionale conseguito dal Fondo è correlato all'andamento dei mercati azionari globali, che in una fase di progressiva ripresa dall'emergenza pandemica hanno ottenuto *performance* particolarmente positive, in una continuazione del *trend* che li ha caratterizzati nell'ultima parte dello scorso anno.

Il favorevole *momentum* sui listini globali ha trovato supporto nell'atteggiamento delle principali autorità monetarie e fiscali globali, che nell'intento di sostenere la fase di ripresa economica hanno mantenuto il proprio orientamento accomodante. Le spinte inflazionistiche che si sono palesate nel corso del semestre sono state valutate come transitorie dalle Banche Centrali, che hanno ribadito come le decisioni in merito all'adozione di politiche più restrittive saranno rinviate ad un momento in cui la ripresa sarà maggiormente consolidata.

A livello gestionale, gli investimenti sono stati orientati prediligendo la parte europea, che ha beneficiato dello svolgimento della campagna vaccinale e della imminente implementazione del Recovery Fund, oltre che di uno più spiccato orientamento ESG delle società quotate nel Vecchio Continente. Sulla parte statunitense l'allocazione settoriale ha rispecchiato le dinamiche di rotazione settoriale tra titoli ciclici e *growth*, amplificate dai movimenti in atto sulla curva dei rendimenti. Parte degli investimenti è stata orientata verso gli investimenti nei Paesi Emergenti, che hanno contribuito ad un positivo andamento del Fondo, specie nei primi mesi dell'anno in un contesto di una forza relativa del quadro macroeconomico rispetto ai Paesi Sviluppati.

Il Fondo ha beneficiato degli investimenti azionari nella generalità delle aree geografiche globali; a livello settoriale i maggiori contributori sono stati i comparti finanziario ed industriale. Negli Stati Uniti un contributo positivo è derivato dall'esposizione al comparto tecnologico mentre in Europa si segnala la positiva *performance* del comparto delle materie prime. Il Fondo, infine, è stato penalizzato dall'attività di copertura valutaria implementata nel periodo.

Evoluzione prevedibile della gestione

I timori sulla variante Delta non consentono di abbassare la guardia e stanno provocando, anzi, ritardi nelle riaperture in alcuni Paesi avanzati e difficoltà più accentuate in altre aree del mondo, soprattutto emergente; tuttavia, i Governi sembrano più che mai decisi ed equipaggiati ad affrontare quella che a tutti gli effetti è diventata una gara di velocità tra il ritmo con il quale si riescono ad allargare coperture vaccinali complete ai cittadini e la diffusione di varianti più contagiose e apparentemente resistenti alla singola dose. In base all'accelerazione osservata di recente nel ritmo di vaccinazione in alcuni Paesi emergenti e al fatto che con un'elevata copertura vaccinale la pressione sui sistemi sanitari sembra comunque rimanere limitata, si può ipotizzare che questa sfida si rivelerà complessa, ma alla fine vincente. Variabile Delta permettendo, quindi, la ripresa globale dovrebbe rimanere solida nei prossimi mesi e diventare anche più sincronizzata verso la fine dell'anno, quando i progressi nelle vaccinazioni consentiranno ad una platea più ampia di Paesi, compresi quelli dell'area asiatica e dell'America Latina, di allentare le restrizioni e partecipare al recupero.

L'Europa è ancora all'inizio della fase di rimbalzo, soprattutto per quanto concerne i consumi in molte categorie di servizi. L'attività economica sta accelerando e dovrebbe trarre beneficio da una stagione turistica che si profila florida, nonostante la reintroduzione di alcune limitazioni agli arrivi dall'estero (in particolare dal Regno Unito). Negli Stati Uniti, il picco del rimbalzo è stato probabilmente già raggiunto, ma i livelli di attività dovrebbero rimanere molto elevati anche nei prossimi mesi. Col riassorbirsi del *boom* legato alle riaperture e ai generosi sussidi fiscali, i consumi dovrebbero infatti stabilizzarsi ma rimanere sostenuti da un'elevata capacità di spesa delle famiglie e dai continui progressi nel mercato del lavoro. Sul lato dell'offerta, a livello globale, gli ostacoli nel breve termine dovrebbero rivelarsi un fattore positivo in seguito, con il graduale superamento dei colli di bottiglia: la necessità di evadere gli ordini arretrati, di ricostituire le scorte - oggi su livelli estremamente bassi - e di aumentare la capacità produttiva nei settori più sotto pressione, dovrebbero infatti rimanere fattori di supporto per la produzione.

L'inflazione rimarrà verosimilmente elevata per tutto il 2021, con un ulteriore recupero dei prezzi atteso soprattutto nei servizi, per effetto delle continue riaperture; tuttavia la graduale attenuazione degli attuali squilibri tra domanda e offerta e il riassorbimento

dell'effetto base dovrebbero favorire un tendenziale rientro delle pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi. Ciò non toglie che in futuro il regime di inflazione potrebbe essere leggermente più elevato rispetto a quello degli ultimi anni.

In questo contesto, gli investitori guarderanno con grande attenzione all'evoluzione dei dati economici, in particolare a quelli sull'inflazione e sull'occupazione statunitensi, per valutare gli effettivi progressi verso il raggiungimento degli obiettivi della FED e per cercare dunque di desumere le tempistiche di avvio del processo di riduzione degli acquisti di titoli sul mercato. Dopo aver contribuito con supporti eccezionali ad attutire l'impatto economico della pandemia fin dal suo inizio, il compito delle Banche Centrali, specie quella statunitense, è particolarmente delicato in questa fase: da una parte c'è la necessità di continuare ad accompagnare la ripresa, evitando scossoni dovuti a mosse affrettate; dall'altra quella di evitare di lasciar correre eccessivamente le attese di inflazione, scongiurando possibili spirali autoalimentanti.

Il risultato dovrebbe essere un processo di normalizzazione molto cauto: il c.d. *tapering* potrebbe essere annunciato in occasione del simposio di Jackson Hole a fine agosto, per poi prendere avvio nel 2022, mentre il primo rialzo dei tassi dovrebbe essere rimandato al 2023. Dal canto suo, la BCE dovrebbe rimanere paziente ancora più a lungo, visto che nell'Eurozona il ritorno al *trend* di crescita pre-covid richiederà più tempo e, di conseguenza, le pressioni di base sui prezzi e sui salari rimarranno contenute.

Inoltre, la politica monetaria e quella fiscale dovrebbero continuare ad operare di concerto, come hanno fatto fin dallo scoppio della pandemia: il mantenimento dei tassi d'interesse reali su livelli molto bassi è infatti funzionale alla sostenibilità di debiti pubblici che hanno raggiunto una dimensione molto elevata e che si preannunciano ancora in espansione nei prossimi anni. Negli USA, arginata la fase emergenziale, l'attenzione del Governo Biden si sta ora concentrando sulle prospettive di crescita di medio-lungo periodo, con la proposta di due importanti programmi di spesa (l'American Jobs Plan e l'American Families Plan), focalizzati sugli investimenti in infrastrutture, sulla svolta digitale e climatica e sul *welfare*. La strada per l'approvazione è complessa, tuttavia l'accordo preliminare *bipartisan* raggiunto di recente tra Democratici e Repubblicani dovrebbe spianare la strada almeno ad una parte di queste proposte, che prevederebbe l'impiego di oltre mille miliardi di dollari nei prossimi otto anni. I Democratici sembrano poi intenzionati a far passare – in questo caso senza il supporto dei Repubblicani - un altro provvedimento, che includerebbe ulteriori capitoli di spesa, ma anche un possibile aumento delle tasse sulle società e sulle persone fisiche con redditi elevati. Nell'ultimo periodo ci sono stati inoltre importanti sviluppi sul Next Generation EU, con l'approvazione da parte della Commissione Europea dei piani di Ripresa e Resilienza dei principali Paesi e la prima emissione obbligazionaria di titoli europei volti a finanziare il programma, che permetterà già nel mese di luglio i primi versamenti dei fondi ai Paesi Membri.

L'obiettivo di queste iniziative, che rappresentano una scommessa chiave da parte dei Governi per le prospettive economiche di medio-lungo termine, è essenzialmente fare in modo che, una volta superata la fase di rimbalzo del ciclo economico post-covid, la crescita prosegua su un sentiero strutturalmente più elevato.

Alla luce dello scenario appena delineato, è verosimile attendersi un *trend* di moderata risalita per i rendimenti obbligazionari e un contesto conseguentemente ancora sfidante per l'obbligazionario tradizionale. D'altra parte, la protratta cautela delle Banche Centrali lascia presagire un percorso di aggiustamento molto graduale, con tassi relativamente bassi a lungo, che continueranno a spingere gli investitori a cercare rendimento in comparti obbligazionari e in *asset class* dai ritorni attesi più elevati.

I mercati azionari dovrebbero rimanere tra i principali candidati a questa "ricerca". Certamente, dopo i rialzi già molto significativi realizzati negli ultimi mesi e con il passaggio ad una fase più matura del ciclo economico - che presto o tardi si accompagnerà anche ad una riduzione, al margine, dei supporti monetari - è opportuno mettere in conto possibili episodi di volatilità o fasi di consolidamento più laterali per l'*asset class*. Tuttavia, il contesto di fondo rimane decisamente supportivo. La prosecuzione della ripresa economica continuerà infatti a traslarsi sugli utili aziendali, la cui crescita – superiore nell'ultimo periodo a quella dei prezzi degli indici – ha già ridimensionato parzialmente le valutazioni. Inoltre, le condizioni di finanziamento risultano ancora estremamente favorevoli, come evidenziato da tassi d'interesse reali ancora ampiamente negativi. Infine, la liquidità sul mercato si conferma molto abbondante, inclusa quella a disposizione degli investitori *retail*, come si evince chiaramente dall'incremento dei depositi registrato in tutti i principali Paesi dall'inizio della pandemia. Da inizio anno, i flussi d'investimento verso i fondi azionari hanno già registrato un recupero notevole, correggendo tuttavia solo in parte le fuoriuscite del 2020, che erano confluite in buona

pare in fondi di liquidità e obbligazionari. Il fenomeno riguarda anche l'azionario europeo, dopo anni di flussi perlopiù stagnanti, lasciando auspicare un duraturo ritorno di fiducia sulle prospettive dell'area da parte sia degli investitori esteri sia di quelli domestici.

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

Titolo	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale Attività
HSBC MSCI WORLD UCIT	580.000	14.810.300	4,08
HSBC USA SUSTAINABLE	585.000	11.351.340	3,14
MICROSOFT CORP	45.732	10.446.743	2,89
NVIDIA CORP	10.865	7.330.367	2,03
APPLE INC	56.773	6.556.730	1,82
GLOBAL PAYMENTS	39.400	6.230.772	1,73
SPDR S&P US FINANZIA	182.000	6.226.220	1,72
HSBC MSCI EMERGING M	510.000	5.974.140	1,65
FEDEX CORP	21.000	5.282.846	1,46
AMAZON.COM INC	1.665	4.829.972	1,34
AT+T INC	182.000	4.416.863	1,22
T MOBILE US INC	36.000	4.396.557	1,22
HOME DEPOT INC	16.018	4.307.258	1,19
WELLS FARGO + CO	108.000	4.124.562	1,14
JOHNSON CONTROLS INT	65.593	3.795.974	1,05
CIGNA CORP	18.704	3.739.063	1,04
BLACKROCK INC	4.851	3.579.119	0,99
FIDELITY NATIONAL IN	28.000	3.344.935	0,93
ACCENTURE PLC CL A	13.399	3.330.710	0,92
TOYOTA MOTOR CORP	45.000	3.319.706	0,92
FERGUSON NEWCO PLC	28.261	3.308.571	0,92
BAKER HUGHES CO	168.761	3.254.543	0,90
NESTE OIL OYJ	63.016	3.254.146	0,90
TEXAS INSTRUMENTS IN	19.875	3.222.835	0,89
SALESFORCE.COM INC	15.104	3.111.099	0,86
AGILENT TECHNOLOGIES	24.453	3.047.809	0,84
ALPHABET INC CL C	1.436	3.034.888	0,84
PROLOGIS INC	29.625	2.985.981	0,83
ALPHABET INC CL A	1.443	2.971.162	0,82
BEST BUY CO	30.625	2.969.273	0,82
ITV PLC	1.980.497	2.896.529	0,80
SONY GROUP CORP	34.800	2.859.392	0,79
WPP PLC	251.622	2.855.510	0,79
STOCKLAND	962.148	2.838.409	0,79
LONZA GROUP AG	4.662	2.789.067	0,77
L'OREAL	7.402	2.781.672	0,77
CUMMINS INC	13.530	2.781.641	0,77
TRANE TECHNOLOGIES P	17.684	2.745.872	0,76
BECTON DICKINSON & C	13.030	2.672.033	0,74
LAM RESEARCH CORP	4.855	2.663.924	0,74
PEPSICO INC	21.109	2.637.422	0,73
SIEMENS AG REG	19.455	2.599.577	0,72
AMERICAN EXPRESS CO	18.586	2.589.563	0,72
HOYA CORP	23.000	2.573.940	0,71
ALLIANZ SE REG	12.172	2.559.772	0,71
INTL BUSINESS MACHIN	20.651	2.552.685	0,71
EDWARDS LIFESCIENCES	28.981	2.531.040	0,70
3M CO	15.094	2.528.139	0,70
QUALCOMM INC	20.000	2.410.489	0,67
SAP AG	20.238	2.405.084	0,67
AXA SA	110.840	2.370.313	0,66
IDEXX LABORAT	4.428	2.358.126	0,65
TARGET CORP	11.395	2.322.815	0,64
TOKYO ELECTRON LTD	6.300	2.301.298	0,64
CITIGROUP INC	38.400	2.290.917	0,63
MARSH + MCLENNAN COS	19.288	2.288.080	0,63
FISERV INC	25.000	2.253.351	0,62
TORONTO DOMINION BAN	37.960	2.245.546	0,62
WALT DISNEY CO/THE	14.882	2.205.758	0,61
SWISS RE AG	28.894	2.200.419	0,61
ASML HOLDING	3.797	2.199.982	0,61
LOWE S COS INC	13.416	2.194.367	0,61
THERMO FISHER SCIENT	5.141	2.186.929	0,61

MICRON TECHNOLOGY IN	30.300	2.171.256	0,60
RELX PLC	94.231	2.106.472	0,58
KUEHNE + NAGEL INTL	7.235	2.089.607	0,58
INTUIT	5.031	2.079.470	0,58
KOMATSU LTD	99.000	2.076.303	0,58
ECOLAB INC	11.952	2.075.851	0,58
OMRON CORP	31.000	2.074.940	0,58
NESTLE SA REG	19.604	2.060.572	0,57
COLGATE PALMOLIVE CO	29.615	2.031.520	0,56
INTEL CORP	42.379	2.006.203	0,56
DEERE & CO	6.700	1.992.711	0,55
EDP RENOVAVEIS SA	100.000	1.954.000	0,54
RANDSTAD NV	29.000	1.870.500	0,52
BRAMBLES LTD	257.587	1.865.508	0,52
CENTENE CORP	30.000	1.844.927	0,51
TDK CORP	18.000	1.844.813	0,51
WATERS CORP	6.220	1.812.710	0,50

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	357.027.011	98,86	309.589.956	97,99
A1. Titoli di debito	20.438.352	5,66	19.531.417	6,18
A1.1 titoli di Stato	8.412.965	2,33	9.118.227	2,89
A1.2 altri	12.025.387	3,33	10.413.190	3,29
A2. Titoli di capitale	295.388.250	81,79	243.835.547	77,18
A3. Parti di OICR	41.200.409	11,41	46.222.992	14,63
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	485.232	0,13	485.232	0,15
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	485.232	0,13	485.232	0,15
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	3.035.831	0,84	1.431.755	0,45
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	3.035.831	0,84	1.431.755	0,45
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	118.765	0,03	4.079.968	1,29
F1. Liquidità disponibile	548.002	0,15	3.510.265	1,10
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	26.598.266	7,37	583.483	0,19
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-27.027.503	-7,49	-13.780	0,00
G. ALTRE ATTIVITÀ	487.063	0,14	380.124	0,12
G1. Ratei attivi	104.930	0,03	140.035	0,04
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	382.133	0,11	240.089	0,08
TOTALE ATTIVITÀ	361.153.902	100,00	315.967.035	100,00

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2021	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	1.748.096	1.098.989
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	192.797	74.040
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	192.797	74.040
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	5.410.767	212.508
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	5.395.250	178.548
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	15.517	33.960
TOTALE PASSIVITÀ	7.351.660	1.385.537
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	353.802.242	314.581.498
LA Numero delle quote in circolazione	12.383.455,940	12.770.147,399
I Numero delle quote in circolazione	1.614.804,509	1.418.419,759
LA Valore complessivo netto della classe	310.614.635	281.385.886
I Valore complessivo netto della classe	43.187.607	33.195.612
LA Valore unitario delle quote	25,083	22,035
I Valore unitario delle quote	26,745	23,403

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe I

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	365.090,274
Quote rimborsate	168.705,524

MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO – Classe LA

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	589.962,627
Quote rimborsate	976.654,086

MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR p.A.

F.to Lucio De Gasperis