

# MOBILIARE RE

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO  
MOBILIARE APERTO



**Relazione semestrale  
al 30 giugno 2008**

***Vegagest***  
*Sgr*



## **RELAZIONE SEMESTRALE AL 30.06.2008**

### ***Considerazioni generali***

Nel complesso l'economia mondiale ha attraversato, nel corso dei primi sei mesi dell'anno, una fase di rallentamento, accompagnata da una ripresa dell'inflazione da costi e da una persistente crisi del settore finanziario complessivo che ha riguardato le principali banche mondiali e le investment banks statunitensi.

Il rallentamento congiunturale, fotografato dal Fondo Monetario Internazionale come dai principali istituti di ricerca, non è stato preceduto come di consueto dal rallentamento dei prezzi delle principali materie prime, al contrario queste hanno raggiunto nuovi massimi proprio nel corso del primo semestre del 2008 complici le difficoltà geopolitiche internazionali, la forte domanda delle economie asiatiche, la diversificazione verso fonti energetiche alternative, la speculazione, la latente vulnerabilità della divisa Usa che solo recentemente ha trovato una maggiore attenzione da parte del board della Federal Reserve.

In modo ricorrente è quindi comparsa sui giornali e sulla bocca degli economisti la parola "stagflazione", cui ha coinciso una sempre maggior consapevolezza da parte dei mercati della possibilità di uno scenario macroeconomico caratterizzato dalla stagnazione economica combinata ad una dinamica inflattiva crescente.

Combattere la stagflazione risulta essere particolarmente complesso, in quanto per diminuire la spinta inflazionistica le Banche Centrali dovrebbero ridurre la massa di moneta circolante e, indirettamente, contenere la domanda di beni e servizi; ma una diminuzione della domanda causata da scarsità della massa monetaria non favorisce la crescita economica e quindi il rientro della disoccupazione. Rispetto agli anni '70, oggi il fenomeno della stagflazione sarebbe mitigato dalla mancata rincorsa prezzi/salari, ovvero ad un aumento dei prezzi soprattutto di petrolio e materie prime, non corrisponderebbe automaticamente un adeguamento inflattivo delle richieste salariali, che vengono condizionate dalla possibilità per le imprese di esportare sempre di più la produzione in paesi aventi un costo del lavoro nettamente inferiore.

Occorre inoltre considerare che alcuni paesi come India e Cina che fino a poco tempo fa avevano esportato deflazione sembrano perdere pian piano questa caratteristica di "riequilibratori" delle dinamiche dei prezzi; infatti il mercato sta ormai realizzando il passaggio dal precedente decennio deflativo, ad un periodo caratterizzato dall'esportazione da parte dei paesi emergenti di inflazione. A titolo di esempio citiamo una statistica significativa: l'invio di un container da Shanghai alla costa orientale degli Stati Uniti costa oggi \$8.000, contro i \$3.000 dell'anno 2000 e si stima che con il petrolio a \$200 il costo potrebbe salire a \$15.000.

In America gli interventi monetari espansivi adottati dalla Fed hanno evitato di cadere in una recessione tecnica. In particolare si segnala che con l'ultimo ribasso dei tassi, effettuato il 30 aprile scorso, i Fed Funds sono scesi al 2,0%. Il Governo ha inoltre varato una serie di interventi di stimolo quali i rimborsi di imposta finalizzati ad alleviare i carichi familiari ed a favorire l'andamento dei consumi. Nel primo trimestre la Federal Reserve ha svolto un ruolo fondamentale nel salvataggio della Bear Stearns evitando una crisi sistemica e restituendo fiducia ai mercati.

Particolarmente delicato rimane il settore immobiliare che non ha ancora trovato una base da cui ripartire, i prezzi delle case sono in calo del 20% su base annua e la discesa non sembra ancora terminata, mentre sono aumentati in modo significativo i mancati pagamenti delle rate sui mutui ipotecari e sempre più significativi sono i rischi di default di alcuni costruttori particolarmente indebitati.

Nell'Eurozona il rallentamento economico è stato molto più marginale grazie ad elementi congiunturali favorevoli, alla tenuta dell'economia tedesca, alla capacità della sua industria di esportare nei mercati mondiali nonostante la penalizzazione di un Euro sempre molto forte. Le maggiori difficoltà si sono in effetti riscontrate nei paesi mediterranei come Spagna ed Italia. Sia pur in rallentamento nella parte finale del semestre, complessivamente la crescita Europea è comunque andata oltre le iniziali aspettative.

La Banca Centrale Europea ha mantenuto i tassi stabili al 4,0% accompagnando le decisioni assunte con una retorica via via più aggressiva man mano che le evidenze dell'inflazione risultavano in crescita ben oltre le previsioni di inizio anno e sembra sempre più probabile un rialzo di almeno un quarto di punto già per l'appuntamento del 3 luglio. Il mandato che per statuto la BCE deve rispettare è infatti la stabilità dei prezzi e la stima dell'inflazione di giugno prefigura una crescita annua dei prezzi al 4,0% superiore al target prefissato. Resta da capire se si tratterà di un'azione di rialzo dei tassi una tantum oppure se invece rappresenterà l'inizio di un'azione più incisiva di interventi restrittivi. In tale seconda ipotesi si avrebbe un impatto negativo sulla crescita europea.

## Mercato Obbligazionario

Il mercato obbligazionario ha attraversato, nel corso della prima metà del 2008, due fasi distinte e con caratteristiche molto diverse.

La prima parte del semestre, fino quasi alla fine di marzo, è stata caratterizzata da una significativa riduzione dei rendimenti su tutti i principali mercati, sostenuta dall'alta volatilità dei mercati azionari e delle forti svalutazioni dell'attivo operate dai principali player bancari internazionali, culminate con la crisi di liquidità di Bearn Stern, che ne ha comportato l'acquisizione da parte di JP Morgan.

In questa fase l'investimento in obbligazioni governative ha assunto la veste di "bene rifugio", con lo scopo di ricerca di protezione dalla discesa del mercato azionario e dal rischio di una crisi complessiva dei mercati finanziari. In questo periodo si sono diffuse molte voci di altri grossi intermediari in forte crisi di liquidità che hanno contribuito ad alimentare gli acquisti di titoli di stato.

La Federal Reserve ha operato una serie di riduzioni dei tassi ufficiali che hanno portato il tasso di riferimento dal 4.25% di inizio anno sino al 2.00% di fine aprile. Inoltre, in questa fase, si sono registrati numerosi interventi da parte delle Banche Centrali per cercare di immettere liquidità nel mercato interbancario dei depositi, attraverso allargamenti delle tipologie di collaterale accettato in garanzia ed implementazione di nuove tipologie di rifinanziamento degli intermediari bancari, allo scopo di cercare di ridurre il rischio che una crisi di liquidità di qualche banca potesse "contagiare" l'intero sistema.

I rendimenti del mercato obbligazionario hanno toccato i minimi del semestre nei giorni immediatamente successivi al salvataggio di Bearn Stern, con livelli al di sotto del 3.0% sul due anni tedesco ed addirittura prossimi all'1.25% sul due anni americano. I rendimenti sulla parte decennale della curva hanno registrato un minimo al 3.67% per le obbligazioni tedesche ed al 3.28% su quelle americane.

La seconda fase del semestre, iniziata immediatamente dopo l'intervento su Bearn Stern, ha visto il mercato obbligazionario confrontarsi con un fattore di rischio completamente diverso: l'inflazione.

Una volta superati i timori legati al "rischio sistemico", gli investitori hanno dovuto infatti confrontarsi con un nuovo forte rialzo sia del prezzo del petrolio, spintosi oltre quota 140 \$ per barile, che delle altre materie prime, con l'indice CRB in crescita continua, giunto sino a quota 465 a fine semestre.

Il prolungato rialzo del prezzo delle materie prime e dell'energia ha finito col pesare su tutta la catena produttiva/distributiva, facendo segnare livelli di incremento dei prezzi alla produzione ed al dettaglio che non venivano registrati da alcuni anni e facendo aumentare la preoccupazione delle principali Banche Centrali riguardo una possibile ripresa della spirale prezzi/salari che sembrava un ricordo ormai sbiadito legato agli anni '70. Lo scenario della "stagfazione" (bassa crescita associata a livelli di inflazione in crescita) ha finito per pesare sul mercato obbligazionario, innescando una progressiva crescita dei rendimenti che partendo dai minimi di metà marzo, è proseguita per tutto il restante semestre.

In area euro il rendimento del benchmark tedesco a due anni ha chiuso il semestre sopra il 4.60% mentre il rendimento del decennale si è attestato in area 4.65%, dopo aver nuovamente toccato l'area 4.70%, massimo dello scorso anno. Anche negli USA il rialzo dei rendimenti è risultato particolarmente significativo, con il due anni attestatosi in area 2.70% ed il decennale in area 4.00%.

In sensibile incremento sono risultati anche i rendimenti in Gran Bretagna, anche in questo caso spinti dai timori di inflazione, con il rendimento del due anni attestatosi in area 5.20%, dopo aver segnato anche punte del 5.50%, ed il rendimento del decennale che chiude il periodo in area 5.15%.

In rialzo, anche se in misura minore grazie a minori pressioni inflazionistiche, anche i rendimenti sul mercato giapponese, con il due anni in area 0.80% ed il decennale attorno all'1.60%.

La parte più lunga delle curve è risultata essere sotto pressione in misura minore un po' su tutti i mercati, grazie all'atteggiamento abbastanza reattivo delle banche centrali nei confronti della minaccia-inflazione che fa percepire come più "protette" questo particolare segmento di scadenze.

Per quanto riguarda il mercato domestico, segnaliamo un progressivo allargamento del differenziale di rendimento Bund – Btp che sta caratterizzando questo primo semestre del 2008; il livello di spread sulla scadenza decennale è infatti passato da 32 b.p. di inizio anno a circa 55 di fine semestre.

La ricerca di rendimenti "sicuri" ha infatti spostato investimenti sui titoli tedeschi a scapito, in generale, di tutti gli altri paesi della zona euro. In particolare l'Italia è risultata sotto pressione anche in considerazione della maggior fragilità del sistema economico accompagnata da politiche fiscali maggiormente espansive rispetto al recente passato.

Segnaliamo, inoltre, la forte pressione di vendite che ha caratterizzato il mercato dei CCT durante l'ultimo mese del semestre. La liquidazione forzata di posizioni detenute dai fondi monetari/liquidità, alle prese con ingenti riscatti, e diverse scelte di investimento/raccolta da parte del sistema bancario sono da considerare alla base del movimento dei prezzi di questa particolare tipologia di titoli, con una ampiezza che non trova riscontro nella storia degli ultimi anni.

Molto ampie anche le oscillazioni sul settore del credito, soprattutto in quello finanziario che risulta più direttamente coinvolto dalle massicce svalutazioni e da un più ampio fenomeno di credit crunch. I primi tre mesi dell'anno hanno visto un progressivo ed ampio rialzo dei credit default swap fino a toccare l'apice a metà marzo in coincidenza con il salvataggio della Bear Stearns e i conseguenti timori di una crisi più generalizzata. In quel periodo l'Itraxx Main S8 raggiunse il livello di 164 b.p. e quello relativo al debito senior del settore finanziario 193 b.p., all'incirca il triplo di quello che valevano all'inizio dell'anno.

Nel secondo trimestre invece, in seguito ai progressivi interventi coordinati da parte delle Banche Centrali che hanno steso una sorta di rete di protezione al sistema finanziario, i timori di una crisi sistemica sono fortemente diminuiti e di conseguenza anche i rispettivi livelli di credit default swap che si sono sostanzialmente quasi dimezzati rispetto ai picchi toccati a marzo

## **Prevedibile evoluzione della gestione obbligazionaria**

Per il prossimo futuro ci attendiamo una fase in cui le principali banche centrali saranno chiamate ad affrontare la difficile sfida tra il mantenimento sotto un ragionevole controllo del tasso di inflazione (e soprattutto delle aspettative di inflazione), ed il cercare di favorire la crescita economica, evitando, per quanto possibile rallentamenti troppo intensi del ciclo.

La sfida sarà particolarmente impegnativa anche alla luce del rialzo del costo delle materie prime e dell'energia che, oltre ad una componente speculativa, sembra sostenuto anche da un incremento della domanda reale da parte di paesi consumatori.

L'attività di rialzo da parte delle principali banche centrali dovrebbe risultare meno intensa di quanto attualmente stimato dai mercati finanziari. I banchieri centrali saranno probabilmente costretti ad usare, in misura maggiore rispetto al passato, segnali verbali di restringimento delle condizioni monetarie per cercare di combattere principalmente le aspettative di inflazione, piuttosto che effettuare direttamente rialzi dei tassi ufficiali che da un lato rischierebbero di rallentare in misura eccessiva il ciclo economico e dall'altro avrebbero effetti piuttosto limitati su una ripresa dell'inflazione trainata dai prezzi delle materie prime, non direttamente sensibili al livello dei tassi in area euro.

Nel settore del credito ci aspettiamo ancora una fase caratterizzata da ulteriori difficoltà, soprattutto in quello finanziario. Continuerà quindi in questo settore la fase di deleverage ed un più generale processo di ristrutturazione almeno fino a quando non saranno ricostituiti livelli più adeguati dei principali ratios patrimoniali

## **Mercato Azionario**

Nel corso del primo semestre del 2008 i mercati azionari sono stati caratterizzati da ulteriori incrementi di volatilità, a seguito del movimento iniziato nel corso dell'estate dell'anno precedente, con movimenti repentini e di ampiezza cui ci si era "disabituati" nel corso degli ultimi anni. Il contesto che ha accompagnato tale scenario si è contraddistinto per un quadro macroeconomico sempre più incerto e imprevedibile, con il mercato che rapidamente è passato a scontare scenari anche fra loro sostanzialmente differenti enfatizzando elementi sino a poco prima marginalizzati.

Fra gli elementi più rilevanti si cita lo scandalo "Kerviel" a Societe Generale, che ha costituito il catalizzatore che ha fatto scendere nel corso del mese di gennaio i mercati da quelli che ad oggi sono stati i livelli più elevati dell'anno; in effetti i mercati avevano chiuso il 2007 ancora su livelli prossimi ai massimi, pur in presenza di non poche incertezze legate ai mutui subprime e all'andamento dei prezzi degli immobili americani.

Nei due mesi successivi le incertezze legate alle forti svalutazioni delle banche hanno creato una pressione quasi costante sui mercati. La svolta si è avuta quando si è verificata la crisi di una investment bank americana, la Bear Stearns che, nonostante avesse fino a pochi giorni prima dichiarato buone disponibilità di fondi, si è trovata improvvisamente priva di liquidità. L'intervento della Fed, con il concorso di JP Morgan, ha evitato il peggio, bloccando sul nascere le possibilità di un rischio sistemico di portata difficilmente valutabile. Il salvataggio pur avendo portato i maggiori benefici al mercato del credito, ha comunque contribuito ad un mutamento del clima sui mercati azionari, dando spazio ad un rimbalzo significativo che è durato fino a maggio inoltrato.

Tale rimbalzo è stato prevalentemente trainato dal settore finanziario. In questo scenario, dominato anche dalle ricoperture, i commenti sull'andamento della situazione sono ad un certo punto diventati fin troppo ottimistici iniziando a scontare il raggiungimento del livello minimo dal punto di vista macroeconomico e puntando ad una ripresa, in particolare dell'economia statunitense, grazie agli ormai imminenti rimborsi fiscali.

Successivamente sono riemerse rinnovate preoccupazioni, oltre che sul mercato immobiliare, sull'entità effettiva delle svalutazioni creditizie; particolarmente colpite sono state alcune investment banks fra cui la Lehman e non poche banche anche europee, soprattutto inglesi, che nel corso dell'ultimo periodo del semestre hanno dovuto effettuare ricapitalizzazioni mediamente a sconto del 30-35% con conseguente crollo dei titoli del settore. La continua e inarrestabile salita del petrolio ha coinciso con un concertato cambio di politica verbale da parte delle Banche Centrali a causa delle spinte inflattive, che hanno condizionato le aspettative sulle curve dei tassi, col risultato che per tutto il mese di giugno la discesa dell'azionario è stata accompagnata anche dalla flessione dei corsi obbligazionari.

I mercati azionari dell'Europa hanno evidenziato nel semestre un andamento negativo come rappresenta nel periodo la performance dell'indice Msci Europe -18,9%. Nel periodo hanno influito negativamente il rallentamento del ciclo economico, le preoccupazioni per la crisi del settore finanziario, la forza dell'euro rispetto alle altre principali valute ed i timori per una ripresa dell'inflazione alimentata dai rincari dei prodotti energetici e di quelli alimentari di prima necessità. All'interno dell'area nessun paese registra un risultato positivo. In termini relativi si segnala come miglior mercato del semestre il FTSE Index con una performance pari a -10,6%. Tra i peggiori mercati l'Italia con l'indice S&PMib a -20,54%.

I mercati dell'Asia hanno evidenziato un andamento negativo in linea con la forte correzione che ha interessato tutti i principali mercati mondiali. L'indice Msci Asia ex Japan realizza nel semestre in valuta locale un risultato pari a -20,74% mentre l'indice Msci Japan realizza un risultato pari a -10,42%. I mercati emergenti dell'area che si erano ben comportati negli anni precedenti con rendimenti a doppia e tripla cifra quali India e Cina hanno registrato le maggiori correzioni di periodo (indice India -33% circa e Cina -47% circa). Nel periodo hanno influito negativamente il rallentamento del ciclo economico, le preoccupazioni per la crisi del settore finanziario e sul finire del semestre l'aumento dei timori inflattivi. La crescita dei prezzi dei generi alimentari ha avuto un notevole impatto sui paesi emergenti dove i consumi essenziali rappresentano una quota rilevante della spesa delle famiglie. Vi sono state strette creditizie con aumenti dei tassi

ufficiali oppure come nel caso della Cina controlli diretti sulle attività delle banche attraverso incrementi delle riserve obbligatorie. I tassi di interesse in Cina sono aumentati ma restano inferiori al tasso di inflazione.

### **Evoluzione prevedibile della gestione azionaria**

Dall'analisi dell'evoluzione della crisi in corso è purtroppo estremamente complesso tracciare uno scenario di prevedibilità abbastanza significativo perché a fronte delle problematiche ricorrenti in questi mesi, incentrate prevalentemente sul settore finanziario ed immobiliare, si è aggiunto in modo prorompente quello dell'inflazione. La particolarità di quest'ultima non è però legata a dinamiche di ciclo, di inefficienza del sistema o di domanda ed offerta dei beni ma, purtroppo ai rincari inarrestabili di alcune materie prime, fra tutte quelle energetiche in particolare, con il petrolio che nel semestre appena concluso è rincarato del 40%.

Movimenti così rapidi in tempi così brevi, in uno scenario macroeconomico già in sé difficoltoso, rischiano di provocare a questo punto danni molto elevati alla crescita economica, senza per contro portare i conseguenti benefici sul ciclo con il conseguente calo dei prezzi delle stesse materie prime.

Tornando agli elementi più concreti vediamo che, a quasi un anno dallo scoppio della bolla sui subprime, i problemi si sono estesi ben oltre ogni ragionevole previsione, evidenziando un utilizzo disinvolto del denaro come mai era stato fatto in passato, che ha coinvolto il settore immobiliare e finanziario. Pur facendo fatica a vedere ancora la possibile risoluzione di questi problemi, gli analisti tendono a far permanere le difficoltà sino a fine 2009. Da segnalare il fatto che il sistema finanziario ha evitato il collasso e sta facendo i passi necessari per cercare di uscire da questa crisi di portata veramente enorme, aiutata come mai in passato dalle Banche Centrali.

Ad esempio sul settore dei crediti la situazione ha trovato un suo livello di minimo in coincidenza col salvataggio di Bear Stearns, anche se gli spread sulle curve libor siano sintomatici di quanto ancora forte sia la sfiducia fra i player finanziari.

Inoltre un ulteriore elemento di fiducia è legato al successo che ha caratterizzato ogni aumento di capitale dei finanziari, sia pur pagato a caro prezzo da parte degli azionisti. Se ci si dovesse basare solo su questi elementi un atteggiamento parzialmente prudente, con investimenti sui prodotti a benchmark prossimi anche ai pesi previsti potrebbe aver senso nell'arco dei prossimi mesi di mercato; viceversa se nelle valutazioni si inserisce anche la variabile "petrolio" è d'obbligo tenere in considerazione l'eventualità di un ulteriore ribasso dei mercati in presenza di continue pressioni sull'inflazione.

Lo scenario comportamentale che si può quindi sviluppare è comunque quello di un atteggiamento di fondo prudente: i livelli di chiusura del semestre possono essere già ritenuti livelli interessanti di investimento purché inflazione e petrolio diano chiari segnali di aver raggiunto i massimi di periodo, viceversa sarebbe molto difficile evitare una recessione nel corso dei prossimi mesi in presenza della quale potrebbero verificarsi anche ulteriori pesanti discese dei corsi azionari. In presenza quindi del perdurare di segnali di disturbo esterni a quelli che sono i tradizionali elementi macroeconomici, potrebbe valere la pena riposizionare i fondi azionari su strategie più prudenti.

Fra i mercati resta preferita l'area americana a quella europea ed asiatica, principalmente perché le società quotate beneficiano in questa fase degli effetti positivi dei cambi e perché sono dotate di un'elasticità decisamente superiore rispetto alle altre aree in termini di cost cutting. Riteniamo opportuno mantenere per il semestre in corso il forte sottopeso sul settore finanziario e bancario nonostante questi comparti abbiano accumulato perdite solo da inizio anno nell'ordine del 30-40%.

Preferiamo quindi continuare a sovrappesare settori difensivi come utilities, health care e food and beverage (settori caratterizzati da basso beta). Tuttavia nell'ambito di un sottopeso generale riteniamo opportuno mantenere il sovrappeso sui materials al fine di trarre vantaggio delle dinamiche inflattive crescenti

### **Mercato dei Cambi**

Il mercato dei cambi ha senz'altro contribuito all'aumentata volatilità dei mercati finanziari. Buona parte del deprezzamento del dollaro contro euro di inizio febbraio è ascrivibile all'aspettativa che la Fed, a differenza della BCE, ha come mandato sia il controllo dell'inflazione ma anche la crescita complessiva dell'economia; pertanto che questa avrebbe operato aggressivamente sulla leva monetaria per abbassare i tassi al fine di contrastare i problemi del *credit crunch*; l'andamento dell'euro-sterlina in questo I° trimestre ha replicato l'andamento dell'euro-dollaro con una volatilità più contenuta; anche il cambio euro-sterlina ha accentuato il deprezzamento nei confronti dell'euro da metà febbraio e si è consolidata da maggio tra 0,776 e 0,80.

Il cambio euro-yen ha seguito un andamento assolutamente non lineare, come le altre divise di cui sopra, pur accentuando il deprezzamento contro euro da metà marzo per ritornare nell'ultima fase del semestre a valori simili ad un anno prima, sicuramente la relazione che è stata molto evidente nel corso del 2007 dello yen come divisa di finanziamento per operazioni di *carry trade* non è stata significativa nel corso del primo semestre 2008. L'unica annotazione interessante è che il valore dello yen ha raggiunto il massimo apprezzamento contro euro (153) nel corso del 2008 in coincidenza del massimo deprezzamento del dollaro australiano (1,73) contro euro.

Riteniamo interessante monitorare la relazione del cambio euro-dollaro con il prezzo del petrolio; le due grandezze hanno mostrato una relazione abbastanza stretta da molto tempo che è diventata molto marcata nei tempi più recenti.

## **Evoluzione prevedibile della gestione dei cambi**

Sulla base di quest'ultima considerazione riteniamo plausibile ipotizzare un cambio euro dollaro all'interno della banda segnata nei mesi più recenti (1,53-1,60) per i mesi estivi: l'economia statunitense continuerà a soffrire per il deprezzamento del mercato immobiliare, cui peraltro sono indicizzati una serie di strumenti finanziari detenuti nei portafogli di una gran parte di istituti finanziari; i cittadini statunitensi a soffrire per la diminuzione del potere d'acquisto in seguito alle minusvalenze sia della propria abitazione, sia degli assets finanziari; questa difficoltà dovrebbe ritardare i tempi di inasprimento della politica monetaria e per questa via favorire l'euro nei confronti del dollaro. Questo evento tuttavia è, in gran parte, già prezzato nell'attuale rapporto di cambio tra le divise. Una eventuale schiarita su quel fronte, nella parte finale dell'anno, darebbe un consistente spazio di recupero alla divisa statunitense nei confronti dell'euro verso area 1,45. Inoltre il dollaro sarebbe favorito dalla ripresa di flussi speculativi verso l'equity statunitense che ha mostrato, già in passato, una maggiore tempestività nell'adozione di scelte drastiche finalizzate al miglioramento dei bilanci aziendali.

La sterlina, per le considerazioni effettuate sopra, seguirebbe lo stesso sentiero di apprezzamento contro euro anche se di intensità minore, essendosi deprezzato molto meno grazie a una situazione economica complessiva meno pesante in Regno Unito rispetto agli Stati Uniti d'America.

Per lo yen, infine, vediamo un movimento laterale che potrebbe andare avanti per tutta la seconda parte dell'anno tra 170 e 155 contro euro.

## **MOBILIARE RE**

Il fondo registra nel primo semestre 2008 una performance netta, comprensiva di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, pari al -10,39%. Tale risultato si confronta con quello pari al -13,79% registrato dall'indice di riferimento.

Il Fondo è stato gestito in modo molto attivo verso il benchmark di riferimento. In termini di performance attribution relativa rispetto al benchmark il Fondo ha tratto vantaggio da una minore esposizione ai mercati azionari (in media circa 15-20%). Da segnalare in termini relativi una significativa minore volatilità registrata dal Fondo rispetto al benchmark.

I mercati azionari hanno registrato nel primo semestre una forte correzione che ha interessato in modo significativo il comparto immobiliare. L'indice Msci World Ac Real estate chiude il periodo con una flessione del 21% circa. L'area maggiormente penalizzata risulta l'area asiatica con una flessione intorno al 27%.

Il Fondo è stato gestito in modo dinamico ed attivo rispetto a benchmark con una quota rilevante concentrata in fondi immobiliari chiusi quotati di diritto italiano i quali hanno risentito a fine giugno dell'introduzione di una maggiore fiscalità. E' stato inoltre effettuato tramite Etf e/o singoli titoli un investimento in titoli immobiliari quotati in Asia e Usa. L'investimento in singoli titoli è stato talvolta, laddove possibile, coperto con vendite di opzioni call. Sulla componente valutaria è stato talvolta effettuata la copertura del rischio cambio.

Prevediamo di gestire in ottica prudente anche i prossimi mesi nell'attesa di un quadro più sereno dei mercati finanziari. Un eventuale inasprimento delle attese inflattive ed un maggiore atteggiamento di restrizione monetaria da parte delle Banche Centrali e di restringimento delle condizioni di credito potrà penalizzare ulteriormente gli indici immobiliari. Conseguentemente il Fondo cercherà di minimizzare il rischio connesso all'investimento nel settore.

Il benchmark di riferimento è FTSE EPRA/NAREIT EUROPE (UK RESTRICTED)

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO MOBILIARE RE

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		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>3.550.244</b>	<b>97,221</b>	<b>3.523.136</b>	<b>87,294</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	492.676	13,492	543.061	13,456
<b>A1.1</b> titoli di Stato	492.676	13,492	543.061	13,456
<b>A1.2</b> altri				
<b>A2.</b> Titoli di capitale	1.306.558	35,779	1.607.880	39,838
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.	1.751.010	47,950	1.372.195	34,000
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1.</b> Titoli di debito				
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>35.506</b>	<b>0,972</b>	<b>475.448</b>	<b>11,781</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	33.559	0,919	475.805	11,789
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	643.944	17,634	818.408	20,279
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-641.997	-17,581	-818.765	-20,287
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>65.967</b>	<b>1,807</b>	<b>37.320</b>	<b>0,925</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	12.862	0,352	9.846	0,244
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	41.069	1,125	17.964	0,445
<b>G3.</b> Altre	12.036	0,330	9.510	0,236
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>3.651.717</b>	<b>100,000</b>	<b>4.035.904</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-36.946</b>	
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		<b>-2.552</b>
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		-2.552
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-4.437</b>	<b>-10.799</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-4.179	-6.636
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	-258	-4.163
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-41.383</b>	<b>-13.351</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO TESORERIA</b>	<b>3.610.334</b>	<b>4.022.553</b>
Numero delle quote in circolazione	<b>842.168,269</b>	<b>840.747,126</b>
Valore unitario delle quote	<b>4,287</b>	<b>4,784</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
Quote emesse	<b>8.040,618</b>
Quote rimborsate	<b>6.619,475</b>

**Elenco dei primi cinquanta strumenti finanziari in portafoglio alla data della Relazione Semestrale in ordine decrescente di valore.**

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
UNIBAIL-RODAMCO (EX UNIBAIL)	EUR	2.100,00	308.532	8,449
ISHARES FTSE EPRA EUROPEAN PROPERTY	EUR	12.500,00	303.125	8,301
ISHARES EPRA ASIA PROPERTY YLD - ETF	EUR	17.500,00	283.150	7,754
ISHARES FTSE EPRA/NAREIT UK PROPERTY-ETF	EUR	30.000,00	211.650	5,796
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	EUR	52,00	179.980	4,929
ALPHA IMMOBILIARE FUND	EUR	50,00	155.500	4,258
BOT 07/14.11.2008 ANNUALE	EUR	150.000,00	143.916	3,941
CAAM SGR SVILUPPO IMMOBILIARE	EUR	70,00	140.700	3,853
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	EUR	65,00	130.715	3,580
BOT 08/31.10.2008 SEMESTRALE	EUR	100.000,00	97.857	2,680
VEGAGEST EUROPA IMMOBILIARE 1	EUR	63,00	94.500	2,588
BENI STABILI - ORD.	EUR	120.000,00	75.600	2,070
IMMOBILIARE LOMBARDA - ORD.	EUR	400.000,00	63.520	1,739
OLINDA FONDO SHOPS	EUR	150,00	62.250	1,705
IMPREGILO - ORD.	EUR	21.500,00	60.652	1,661
BOT 08/29.08.2008 SEMESTRALE	EUR	60.000,00	58.809	1,610
BOT 08/30.09.2008 SEMESTRALE	EUR	60.000,00	58.731	1,608
SPAZIO INVESTMENT NV	EUR	6.500,00	55.575	1,522
FONCIERE DES REGIONS	EUR	700,00	54.460	1,491
PIRELLI & C. REAL ESTATE - ORD.	EUR	4.000,00	49.600	1,358
BOT 07/15.09.2008 ANNUALE	EUR	50.000,00	48.011	1,315
BOT 07/15.10.2008 ANNUALE	EUR	50.000,00	47.997	1,314
SIAS - ORD.	EUR	6.000,00	45.984	1,259
ISHARES EPRA US PROPTY YLD ETF	EUR	3.500,00	45.500	1,246
HOST HOTELS & RESORTS	USD	5.000,00	43.295	1,186
ATLANTIC 1	EUR	100,00	43.000	1,178
ISHARES EPRA GBL PROPERTY YLD - ETF	EUR	3.000,00	40.200	1,101
INVESTIETICO	EUR	22,00	40.040	1,096
VINCI S.A.	EUR	1.000,00	39.000	1,068
IVG IMMOBILIEN AG	EUR	3.000,00	37.560	1,029
FRONTIER REAL ESTATE INVESTMENT CORP.	YEN	8,00	36.914	1,011
ALLCO COMMERCIAL REAL ESTATE INVES.TRUST	SGD	100.000,00	35.438	0,970
SUNTEC REIT	SGD	52.000,00	32.976	0,903
ACCOR SA	EUR	700,00	29.701	0,813
COLONIA REAL ESTATE AG	EUR	4.200,00	29.610	0,811
POLIS IMMOBILIEN AG	EUR	3.000,00	29.100	0,797
MACQUARIE MEAG PRIME REIT	SGD	60.000,00	28.817	0,789
BOT 07/15.07.2008 ANN.	EUR	29.000,00	27.768	0,760
MITSUI FUDOSAN CO. LTD	YEN	2.000,00	27.277	0,747
SUN HUNG KAI PROPERTIES LTD	HKD	3.000,00	25.817	0,707
WESTFIELD GROUP	AUD	2.500,00	24.861	0,681
DIC ASSET AG	EUR	1.500,00	24.060	0,659
BUZZI UNICEM - ORD.	EUR	1.500,00	23.850	0,653
ITALCEMENTI - ORD.	EUR	2.000,00	21.116	0,578
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	EUR	10,00	20.700	0,567
E & O PROPERTY DEVELOPMENT BHD	MYR	50.000,00	18.443	0,505
ASTALDI - ORD.	EUR	3.000,00	15.768	0,432
MITSUBISHI ESTATE CO. LTD.	YEN	1.000,00	14.600	0,400
NOVA RE - ORD.	EUR	7.958,00	13.998	0,383
CAPITAMALL TRUST	SGD	10.000,00	13.942	0,382
<b>Totale</b>			<b>3.514.165</b>	





**Vegagest Sgr SpA**

**Corso Porta Reno, 37  
44100 Ferrara**

**Tel: 0532 781011  
Fax: 0532 781025**

**[www.vegagest.it](http://www.vegagest.it)**

***Vegagest***  
 ***Sgr***