

Sistema Fondi CR Cento



RELAZIONE SEMESTRALE
al 30 GIUGNO 2009

CR Cento Monetario Plus
CR Cento Misto Best
CR Cento Premium



RELAZIONE SEMESTRALE DEI FONDI CR CENTO

AL 30.06.2009

Considerazioni generali

Mercato Obbligazionario

Nel corso del primo semestre dell'anno i mercati obbligazionari mondiali hanno registrato andamenti molto diversi tra loro ed anche all'interno dello stesso mercato, andamenti molto diversificati tra i vari segmenti di curva.

Le maggiori cause di questo movimento sono da ricercare nella specificità di ogni area economica e sul diverso impatto che la crisi mondiale ha avuto sui vari cicli economici nazionali, sia in termini di crescita, sia di necessità di aiuti pubblici per il superamento della fase più acuta. Inoltre, gli interventi di politica monetaria adottati dalle banche centrali sono stati in buona parte diversi, sia per "timing", per gli strumenti utilizzati che per gli effetti ottenuti.

In particolar modo, il mercato che ha registrato le variazioni più consistenti, è stato sicuramente quello americano, soprattutto nelle scadenze media e lunghe della curva.

Il livello dei rendimenti registrato negli Stati Uniti all'inizio dell'anno, si è rivelato quasi immediatamente troppo basso, almeno sulle scadenze oltre i cinque anni, registrando una tendenza alla crescita già nel corso dei primi mesi, mentre la parte più breve della curva, sostenuta dal livello estremamente basso dei tassi ufficiali, è riuscita, almeno nella prima fase, a mantenere le posizioni di partenza.

La decisione di metà marzo della Federal Reserve di procedere a riacquisti di bond governativi, ha inizialmente sostenuto le quotazioni, facendo scendere i rendimenti della parte lunga della curva di circa 0.50% rispetto ai rendimenti raggiunti, ma non si è rivelata sufficiente a mantenere sotto controllo il mercato. Nel corso della primavera, i segnali di stabilizzazione del ciclo economico, le aspettative di un miglioramento per la seconda metà dell'anno e la pubblicazione dei risultati societari in molti casi meno negativi delle attese, hanno innescato un rapido recupero degli indici azionari ed una ripresa dell'appetito per il rischio da parte degli investitori. Questo ha finito per pesare in maniera sostanziale sul livello dei rendimenti che, spinti anche da rinnovate aspettative di inflazione e dalle voci riguardanti un possibile rischio di un declassamento del rating del debito americano, hanno portato il rendimento della scadenza decennale a toccare quota 4.00% nel corso del mese di giugno, livello sostanzialmente doppio rispetto all'inizio dell'anno. La forte puntata al rialzo dei rendimenti è stata parzialmente corretta sulla fine del mese ma, in ogni caso, il movimento è risultato particolarmente intenso ed ha depresso in maniera significativa i prezzi delle obbligazioni del tesoro americano. Il ritorno dall'inizio dell'anno dell'indice rappresentativo dell'intero mercato obbligazionario governativo USA è risultato essere negativo di oltre 5 punti percentuali, senza tener conto di eventuali movimenti del cambio. Particolarmente significative sono risultate le variazioni di rendimento della scadenza decennale, passata dal 2.06% di inizio anno al 3.53% di fine giugno, e della scadenza trentennale passata dal 2.55% al 4.33%.

L'andamento della parte europea del mercato obbligazionario governativo ha ricalcato soltanto in parte il movimento del mercato americano. L'acuirsi della crisi finanziaria ed economica nel vecchio continente ha spinto la Banca Centrale Europea ad effettuare due manovre di riduzione dei tassi ufficiali durante la prima parte dell'anno, portando il tasso di riferimento dal 2.00% all'1.00%, ed ad introdurre nuove operazioni di acquisto di emissioni di "covered bond" per incrementare la liquidità disponibile per il sistema bancario, allo scopo di evitare restrizioni eccessive del credito all'economia. Inoltre, sempre per aumentare la liquidità disponibile al sistema, è stata posta in essere la prima operazione di finanziamento ad 1 anno, a tasso fisso, sostanzialmente senza limite di importo, che è stato aggiudicato per un ammontare attorno ai 450 miliardi di euro.

I rendimenti dei bond governativi tedeschi, mercato maggiormente rappresentativo dell'area euro, hanno registrato delle variazioni molto diverse a seconda della loro durata: le scadenze brevi, entro due anni, sono state sostenute dalla politica monetaria molto espansiva e dalle altre mosse della banca centrale, facendo registrare un'ottima performance ed una forte discesa dei rendimenti, mentre le scadenze attorno ai tre/quattro anni hanno fatto segnare variazioni poco significative. La parte più lunga della curva, in analogia con quanto accaduto sul mercato USA, ha invece registrato un significativo incremento dei rendimenti e, conseguentemente, una performance da inizio anno con segno negativo. L'incremento dei rendimenti è andato dallo 0.20% delle scadenze 5 anni allo 0.66% delle scadenze trentennali. Il tratto decennale ha chiuso il semestre al 3.40% circa di rendimento, contro il 2.95% di fine anno 2008.

La pendenza della curva dei rendimenti, intesa come differenziale di rendimento tra le scadenze due e dieci anni è passata da circa 1.20% di fine 2008 a circa 2.10% della fine del semestre, tornando sui livelli del 2003.

Il mercato italiano ha registrato un andamento nettamente migliore rispetto a quello tedesco e degli altri paesi "core" dell'area euro. La forte avversione al rischio degli investitori di fine anno 2008 aveva spinto il rendimento dei bond italiani su livelli di differenziale di rendimento molto ampi rispetto ai paesi a merito di credito più elevato; ad esempio

contro la Germania si era spinto sino a toccare quota 1.60% sulla scadenza decennale. Il miglioramento del clima finanziario generale che ha caratterizzato il secondo trimestre del 2009, ha favorito una tendenza all'aumento della propensione al rischio, che ha indirizzato nuovi flussi finanziari verso le emissioni dei paesi meno "virtuosi" come l'Italia, spingendo in molti casi i rendimenti su livelli più bassi e provocando un significativo restringimento del differenziale con le emissioni tedesche, sul tratto decennale della curva, pari a circa lo 0.35%.

La discesa dei rendimenti dei titoli italiani è stata molto marcata sulle scadenze sino a 4 anni, segnando discese di circa 1.50% sui due anni, 1.25% sulle scadenze triennali e 0.75% sui quattro anni; il rialzo delle quotazioni dei titoli di questa parte della curva ha permesso agli investitori la realizzazione di buone performance. Il tratto di curva compreso tra le scadenze cinque e dieci anni ha registrato una riduzione dei rendimenti più contenuta, mentre la parte più lunga, in analogia con gli altri mercati, ha registrato un incremento dei rendimenti, anche se in misura più contenuta rispetto alla Germania.

Il mercato obbligazionario governativo della Gran Bretagna ha invece fatto registrare incrementi di rendimento, e quindi delle conseguenti discese dei prezzi, lungo tutta la curva delle scadenze. L'andamento negativo è stato causato da vari fattori: in primis dal forte deficit di bilancio causato dagli interventi pubblici messi in atto per contrastare gli effetti della crisi sul sistema finanziario ed economico, deficit che costringerà il governo ad incrementare in maniera significativa le emissioni di obbligazioni e che ha messo in discussione il mantenimento del rating "AAA" della Gran Bretagna. A questo si sono sommate delle rilevazioni del tasso di inflazione e dei prezzi degli immobili in crescita, eventi che costringeranno la Bank of England, con molta probabilità a procedere con politiche monetarie meno espansive già a partire dalla seconda metà dell'anno.

Il mercato giapponese ha registrato un andamento abbastanza simile al mercato della zona euro, con la parte a breve della curva, fino alle scadenze 4 anni, che registra diminuzioni di rendimento e la parte più lunga che invece chiude il semestre su livelli di rendimento sensibilmente più elevati di quanto visto a fine 2009. Anche in questo caso, sulla parte più lunga della curva hanno pesato le maggiori emissioni in arrivo a causa dei crescenti deficit di bilancio e le aspettative di una ripresa economica nei prossimi anni.

Per quanto riguarda le obbligazioni di emittenti societari, durante i primi mesi dell'anno, in coincidenza con il calo delle principali borse ed una generale avversione al rischio, abbiamo visto un ulteriore e significativo peggioramento di tutti i principali indici relativi al mercato del credito. L'indice di riferimento dei credit default swap (CDS) dei 125 più importanti emittenti europei si è allargato dai circa 170 bp di inizio anno, fino a toccare livelli oltre i 200 bp, mentre quello relativo agli emittenti con merito di credito più basso (c.d. Xover) è passato nello stesso periodo da circa 1000 bp a 1150 bp. I timori di ulteriori e pesanti svalutazioni da parte del settore finanziario e le aspettative di un'ampia e duratura recessione avevano minato fortemente la fiducia degli operatori di mercato.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del mese di marzo gradualmente l'appetito per il rischio è tornato a salire assieme alla consapevolezza che le manovre messe in atto da parte dei governi e delle autorità monetarie avevano quantomeno stabilizzato la crisi, evitando che si avvitasse su se stessa. Da questo momento è, quindi, iniziato un ampio restringimento degli spread che ha portato l'indice principale fino a circa 110 bp e il Xover a circa 700 bp alla fine di giugno, innescando un circolo virtuoso che ha permesso agli emittenti, finanziari e non, di poter accedere nuovamente dopo diversi mesi al mercato primario. Ciò ha permesso il rifinanziamento del debito in scadenza a condizioni relativamente più accettabili, riducendo la crisi di liquidità di molte grandi aziende e dando, soprattutto, l'opportunità al settore bancario di ridurre la leva finanziaria, portandola su livelli più sostenibili.

Da segnalare, inoltre, che le obbligazioni subordinate di emittenti bancari, dopo una fase di crisi acuta, in cui non c'erano sostanzialmente compratori (dato il forte timore che la facoltà di esercizio delle call da parte degli emittenti per le obbligazioni LT2 non fosse esercitata, un evento sostanzialmente non apprezzato nel passato dalla comunità finanziaria), hanno recuperato gran parte delle perdite maturate, grazie ad operazioni di riacquisto o alla scelta dei principali emittenti di esercitare comunque la facoltà di rimborso anticipato alla prima call, evitando così un danno reputazionale anche a costo uno svantaggio economico di breve periodo.

Prevedibile evoluzione della gestione obbligazionaria

L'andamento dei mercati obbligazionari nel prossimo periodo sarà estremamente correlato a quelli che saranno gli sviluppi della crisi economica e finanziaria internazionale. Negli ultimi mesi molti economisti hanno pubblicato le più disparate previsioni riguardo la durata della crisi e la velocità con la quale i vari sistemi economici saranno in grado di uscire dalla fase più acuta della recessione, senza sostanzialmente trovare una opinione condivisa. Lo scenario più probabile rimane quello di una leggera ripresa del ciclo americano per il prossimo autunno, legata principalmente al processo di ricostituzione delle scorte da parte di buona parte dei produttori, associata ad una stabilizzazione del mercato immobiliare. Il tasso di disoccupazione negli Usa dovrebbe raggiungere quota 10% entro fine anno, per poi iniziare una lenta discesa nel corso dei primi mesi del 2010, mentre l'inflazione non dovrebbe costituire un problema almeno per l'immediato, anche se i primi segnali di ripresa potrebbero far rapidamente crescere i timori di futuri rialzi, sia della componente "core" che dell'indice principale. In tale situazione si potrebbe ipotizzare una Federal Reserve che inizierà gradualmente a ritirare lo stimolo monetario all'economia, per non rischiare di soffocare sul nascere l'inversione del ciclo economico, seguita, anche se con una certa distanza temporale, anche dalle altre principali banche centrali. Questo scenario non si presenta particolarmente favorevole al mercato obbligazionario, rendendo probabile un movimento di appiattimento delle curve dei rendimenti, in un contesto di rendimenti che puntano tendenzialmente al rialzo. In questo caso il ritorno atteso per gli investitori nel secondo semestre non sarebbe particolarmente interessante, un po' su tutti i segmenti della curva: la parte breve sconterebbe livelli di rendimento molto bassi già in partenza ed una probabile maggior pressione al rialzo in caso di inizio del ritiro degli stimoli monetari da parte delle banche centrali, mentre la parte più lunga potrebbe risentire dei rinnovati timori di inflazione. La gestione, in questo contesto, dovrebbe mantenere un profilo abbastanza prudente, con duration dei portafogli strategicamente posizionata su livelli inferiori ai benchmark di riferimento ed soprappeso relativo delle parti più lunghe delle curve. Nel caso, invece, meno probabile ma

tutt'altro che remoto, che il ciclo economico internazionale non fornisse gli auspicati segnali di recupero, andremmo incontro ad un periodo ancora caratterizzato da un livello piuttosto contenuto dei rendimenti, favorevole al mantenimento di livelli di duration più in linea con i benchmark e con ritorni per gli investitori più interessanti. Ovviamente le aspettative riguardo all'ampiezza e alla durata della fase recessiva saranno i principali fattori che determineranno l'evoluzione del rischio credito. Mentre i titoli senior con scadenze entro due anni e sufficientemente liquidi sembrano molto vicini al loro fair value rimane probabilmente un po' di valore sulle scadenze un po' più lunghe e sulle obbligazioni subordinate LT2, dove gli spread potrebbero comprimersi ulteriormente. Pur in una logica di graduale riduzione del rischio credito sui portafogli, a causa della loro eccessiva volatilità, ipotizziamo di aumentare nuovamente la partecipazione alle emissioni sul primario, in genere a condizioni più favorevoli di quelle sul secondario, almeno fino a quando non dovesse nuovamente emergere una nuova fase di forte avversione al rischio.

Mercato Azionario

Sorprendentemente, tenuto conto di quello che è successo, il primo semestre del 2009 chiude in tono decisamente positivo: dopo le pesanti perdite registrate nel 2008, i pesanti ribassi seguiti fino a inizio marzo, con punte medie del 30% sui principali indici, vengono recuperati in modo inatteso con rapidità e forza insospettabile riportando diversi mercati in territorio positivo. Vista così sembra una storia a lieto fine, ma vale la pena approfondire gli aspetti di quella che è ormai considerata la peggior crisi in atto dal dopoguerra.

La situazione di partenza ad inizio anno si è presentata densa di nubi: dopo lo shock di Lehman Brothers, il tracollo di non pochi fondi hedge, il crollo degli indicatori di produzione e di fiducia ad una velocità mai vista in passato, si è assistito a tutta una serie di interventi, non ben coordinati, da parte delle autorità politiche e monetarie dei vari Paesi.

Se inizialmente l'aspettativa di una qualche sorta di miracolo legata all'insediamento di Obama alla Presidenza Usa ha sorretto i mercati, nel momento in cui è stato chiaro che la nuova Amministrazione non era in grado di risolvere nell'arco di poche settimane tutti i principali problemi, come forse non era lecito attendersi, i mercati ne hanno preso atto innescando movimenti ribassisti molto violenti e caotici (in particolare in questa discesa non è stata fatta alcuna distinzione qualitativa e tutto è stato trascinato al ribasso).

Il fulcro è stato il settore bancario che, già uscito con le ossa rotte nei precedenti mesi, è stato preso d'assalto dai venditori e dai ribassisti: si è arrivati al paradosso che bastava un rumors per far fallire anche una grossa banca, nonostante le reiterate intenzioni di sostegno da parte dei rispettivi Governi. Nel momento più cupo, il pericolo che il credit crunch in atto diventasse irreversibile si è avvicinato a livelli di guardia impensabili e senza sistema bancario qualsiasi economia è senza speranza. I fallimenti sia in Europa che in America, gestiti in modo differente, sono susseguiti fintanto che si è realizzato che i Governi sarebbero stati disposti a tutto pur di salvare il proprio sistema bancario; anche se ad un certo punto si è iniziato a dubitare delle capacità dei Governi di poter sostenere le nazionalizzazioni esasperando, cioè azzerando, la valutazione degli assets bancari. Per contro le devastazioni apportate dal clima di sfiducia generalizzato hanno costretto le Autorità ad interventi non solo mai visti in passato, ma neanche precedentemente ipotizzabili. Sebbene l'entità degli interventi si sia per ora dimostrata più che sufficiente per ristabilire la fiducia, o per lo meno per scacciare definitivamente lo spettro del credit crunch, il mancato coordinamento e forse anche la sfiducia eccessiva verso la capacità di intervento, hanno favorito un atteggiamento particolarmente negativo, che ha trovato però il suo punto di svolta nel G20 di Aprile e nei risultati dello stress test sulle Banche Usa, rivelatosi molto più utile di quanto atteso inizialmente. Il mercato per contro ha dovuto ricredersi già a partire da marzo, sia pur in un clima ancora pesantemente negativo. Da lì è ripartita la ripresa dei listini prima giustificata dalle ricoperture e poi, a seguito di una ristabilita normalizzazione della fiducia, dal rifluire dell'immensa liquidità disponibile sul sistema che si è rimaterializzata alla ricerca del rischio fino a poco prima evitato a tutti i costi. A seguire anche Banche americane, come Bank of America, considerate ormai prossime al fallimento sono riuscite a ricapitalizzarsi.

Ad eccesso segue eccesso e negli ultimi due mesi si è passati ad una visione rosea di tutto ciò che prima era nero, dopo aver realizzato che la fine del mondo non era ancora arrivata e con un ribaltamento dell'approccio psicologico all'investimento.

L'ISM manifatturiero che serve per valutare lo stato di salute del settore manifatturiero statunitense e si basa su un'indagine svolta tra i direttori d'acquisto di circa 400 aziende industriali statunitensi, è risultato in continua crescita risalendo da quota 32.9 (minimo storico dal 1980) sino a quota 44.8 a fine giugno portandosi a ridosso di quota 50 (valore discriminante tra fase di crescita e di rallentamento). Analogo anche se meno violento è stato il movimento fatto registrare all'Eurozone Manufacturing Pmi survey risalito da quota 33.9 di fine 2008 a quota 42.6 a fine giugno.

Ulteriore conferma del miglioramento del sentiment in atto è arrivata anche dall'andamento dell'indice tedesco Ifo business climate. In questo caso la dinamica è stata ritardata, infatti, l'indice ha fatto registrare i minimi a fine marzo (82.7 minimo assoluto dalla costituzione dell'indice), per poi però risalire fino a quota 85.9 a fine giugno.

Quel che si può valutare ex-post è che l'eccesso di negatività riscontrato a cavallo di febbraio/marzo ha trovato sì giustificazione nella paura del credit crunch, sicuramente percepita come reale nel momento in cui le Banche hanno smesso di prestarsi denaro sul circuito interbancario, ma ha peraltro sottovalutato la potenza di fuoco della Fed (i cui interventi hanno tenuto a galla tutto, ma proprio tutto, il sistema Usa senza per ora creare alcuna delle temute conseguenze irreversibili elencate dalle solite cassandre) e delle Banche Centrali e i Governi della vecchia Europa che, sia pur non dando l'idea di coordinarsi molto tra di loro sono riuscite in vario modo a far fluire abbondantissima liquidità sul sistema e a puntellare il sistema bancario (fra i casi studio si può citare l'Irlanda piuttosto che il Belgio). Probabilmente ha influito non poco, al culmine del pessimismo, l'incapacità di valutare in modo credibile quanto dichiarato nelle intenzioni dalle Autorità monetarie, per poi ricredersi nel momento in cui ciò che era stato annunciato veniva effettivamente fatto e funzionava.

La risalita dei mercati non è stata comunque immune da scossoni, che però sono sempre stati riassorbiti con rapidità grazie all'elevatissima liquidità disponibile; fino a metà giugno i ritracciamenti sono stati sempre più limitati fino a

diventare risibili, con i mercati subito ricomprati dopo appena pochi punti di ribasso. L'attività di consolidamento delle ultime settimane è poi stata possibile grazie al ristabilirsi del clima di fiducia, cui ha fatto seguito un cambio comportamentale che, dopo i precedenti eccessi di positività, è tornato a focalizzarsi sui fondamentali e sulle aspettative societarie. Atteggiamenti emotivi, riscontrati nell'ultimo mese, legati alla paura di aver perso "il treno del rally di mercato", vengono successivamente moderati, orientando gli operatori verso atteggiamenti più ponderati. Giusto per sottolineare le stranezze che hanno colpito in questi mesi, si ricorda che il tanto atteso piano presentato dal Ministro del Tesoro Usa sui titoli tossici a marzo, ritenuto tassello fondamentale in quel momento per poter uscire dalla crisi, al momento della sua partenza in questi giorni viene ritenuto ormai superfluo.

Da notare inoltre che la risalita dei mercati è stata sorprendentemente accompagnata dall'altrettanto veloce ripresa delle materie prime, legate più a motivazioni speculative che non di ripresa effettiva della domanda, che comunque costituiranno un drag nella domanda finale dei consumatori.

Evoluzione prevedibile della gestione azionaria

Sebbene tantissime cose siano successe nel recente passato, con eccessi di positività seguiti ad eccessi di negatività, riteniamo che i comportamenti degli operatori possano ormai ricondursi sempre più verso canali di normalizzazione e razionalità.

Superata la fase in cui si è dovuto lottare per la sopravvivenza, con decisioni pesantemente influenzate dall'emotività, si sta entrando in una fase in cui si cercano conferme razionali su quello che potrà essere lo scenario futuro.

Proprio il fatto di conoscere approfonditamente i problemi, al di là di un loro ulteriore aggravarsi, consente di valutare con maggior serenità i possibili scenari. Le stesse cassandre nobilmente impegnate a perorare la fine del mondo fino ad alcuni mesi fa, hanno dovuto ricredersi e stanno moderando i toni per non perdere del tutto la loro credibilità; anche le critiche sui livelli raggiunti alla fine del semestre dai mercati, non contengono in sé toni eccessivi, ma solo spunti di incertezza e scetticismo.

Questo clima di "normalità" facilita sicuramente l'analisi degli elementi a disposizione per effettuare delle previsioni.

Fra le certezze su cui ragionare, tenuto conto della volubilità che caratterizza non pochi dati, sono evidenti i segnali di stabilizzazione delle principali economie dopo la drastica riduzione degli indici di produzione e di fiducia nei primi mesi dell'anno. Gli spread di tasso sono sotto controllo, il credito sta iniziando a rifluire nel sistema, sia pur non per tutti, i prezzi delle case stanno iniziando a dare qualche segno di stabilizzazione, i tassi dei mutui sono a livelli storicamente bassi, le scorte sono ai minimi e i rimborsi fiscali fluiranno fino alla fine dell'anno.

Tutti questi sono segnali positivi che stanno facendo bene all'equity. Non pochi fra i grossi player pensano che si possa avere una svolta già a cavallo d'anno, mentre maggior prudenza si registra fra le Banche Centrali e le Autorità Sopranazionali; non mancano poi soggetti che perorano una recessione a V piuttosto che a W, ma i toni sono più moderati del passato.

Sicuramente siamo in un environment e in un clima di fiducia tale che l'opera di risanamento può proseguire efficacemente.

I possibili elementi negativi sono gli stessi già noti e il fatto che lo siano limita i danni derivanti da un loro possibile ulteriore aggravamento oltre quanto preventivato: le stime sui bad loans derivanti dal ciclo recessivo non hanno ad esempio impressionato più di tanto il mercato, valutando positivamente la possibilità di assorbimento da parte del sistema bancario.

L'incertezza comunque sulla traiettoria dell'economia permane, tenuto conto dell'overcapacity che si è cumulata negli ultimi anni nella manifattura in generale, come pure sui tempi necessari all'uscita della crisi. In particolare, collegato a quest'ultimo punto, c'è da considerare un cambiamento già in atto da parte dei consumatori, soprattutto di quelli americani, che stanno riducendo in modo strutturale le spese da destinare ai consumi.

Quel che ci preme far notare è che dal punto di vista dei fondamentali, supponendo che il mercato si trovi attualmente su livelli di fair value, non ci si aspettano sorprese negative che possano incidere sui mercati come successo nei mesi precedenti, se non in modo moderato, mentre i mercati potrebbero essere suscettibili, superata una fase di scetticismo più che plausibile durante il periodo estivo, di una buona direzionalità positiva nel periodo finale dell'anno.

Perché ciò avvenga il mercato ha però bisogno di ulteriori importanti conferme: innanzitutto non necessariamente lo scenario macro deve migliorare, basta che non peggiori; fondamentale è però il riscontro della stagione degli utili in arrivo nel mese di luglio che costituisce un banco di prova fondamentale più che in altre occasioni: l'importanza deriva dalla necessità di trovare conferme che su questo fronte la svolta sta anticipando l'andamento macro. È probabile, infatti, che il mercato stia sottostimando le potenzialità di generare nuovamente utili soddisfacenti, forse perché troppo focalizzato su ricavi ancora in fase di stabilizzazione, trascurando l'efficacia del cost-cutting e il rifluire del credito, almeno a livello investment grade. E', infatti, probabile che la ristrutturazione aziendale possa dare riscontri superiori alle attese. A livello di multipli l'indice MSCI World mostra attualmente un P/E ratio di 17.9 che si confronta con una media storica di 19.6.

Se comunque incertezze permangono nel breve termine, durante il quale riteniamo plausibile un atteggiamento costruttivo che incrementi sui ribassi le posizioni di neutralità su cui siamo attualmente posizionati, si ritiene che su fine anno sia possibile che i mercati cerchino, alla luce degli elementi evidenziati, livelli superiori.

Fra le aree geografiche si ritiene che le performance delle aree emergenti possano continuare a sovraperformare, sia grazie a una maggior crescita del PIL, che da una progressiva minor dipendenza dai Paesi industrializzati, restando un tema di fondo che può valer la pena di percorrere per lungo tempo.

Fra le altre aree le preferenze sono su quelle dove le Autorità si sono dimostrate più reattive nell'implementare misure di sostegno, quindi quella americana a quella giapponese e quella inglese alle altre europee.

A livello settoriale riteniamo eccessivamente penalizzati i farmaceutici e le utilities, mentre riteniamo che i bancari abbiano già corso molto scontando scenari troppo ottimistici. Riteniamo più opportuno ottenere beta nei portafogli

attraverso titoli industriali (in particolare quegli legati alle infrastrutture) e consumer discretionary invece di sovrappesare i finanziari.

Mercato dei Cambi

Inizio d'anno caratterizzato da consistenti movimenti valutari: in particolare la volatilità rimane elevatissima anche a gennaio con il dollaro ancora protagonista soprattutto contro euro.

E' proprio sulla valuta europea che si registrano le variazioni più consistenti, alimentate da una serie di considerazioni e congetture che testimoniano gli eccessi in atto. Se da un lato in America l'effetto Obama e gli aiuti in fase di preparazione migliorano la fiducia sul futuro andamento dell'economia Usa, dall'altra parte la rigidità della BCE, che taglia i tassi con una lentezza surreale e non sembra avere la minima intenzione di accogliere quelle che sono le aspettative dei mercati, contribuiscono ad invertire il movimento che nel mese di dicembre aveva rafforzato in modo repentino e violentissimo la valuta unica europea, riportandola sui livelli di partenza a 1.25 nel primo trimestre. Contestualmente si registra un considerevole indebolimento nei confronti del franco svizzero, a causa dell'elevatissima percezione del rischio. Tema dominante dell'anno è comunque la correlazione strettissima fra il dollaro e l'avversione/appetito per il rischio, cui fanno da corollario gli altri temi quali l'andamento delle materie prime, la riduzione dei differenziali di tasso fra Usa ed Europa, aspettative di crescita, implementazione del QE, mentre viene gradualmente meno il principale tema degli ultimi mesi dell'anno dei rimpatri di fondi delle aziende Usa dall'estero. Su questi temi il mercato si muove nel secondo trimestre con il dollaro che si fa guidare principalmente dal rinato appetito per il rischio riportandosi, verso giugno, a livelli prossimi a quelli visti nello scorso dicembre, sia pur precedentemente colpito nel corso del mese di marzo, con un 5% registrato in una singola seduta, dall'implementazione effettiva del QE da parte della Fed. Tale movimento è anche accompagnato da una maggior forza dell'euro derivante da un miglior coordinamento delle politiche di stimolo e salvataggio fra i vari Paesi Europei, solo temporaneamente incrinato ad aprile da possibili turbolenze in arrivo dai Paesi dell'Est Europeo, però rapidamente rientrate grazie ai promessi finanziamenti del FMI. Scarsi gli effetti derivanti invece dall'annuncio da parte della BCE di interventi non convenzionali. Sempre ad inizio del secondo semestre si propone in modo evidente un tema precedentemente proposto in sordina: la Banca Centrale Svizzera dichiara, sia pur con i dovuti toni diplomatici, di non gradire nel modo più assoluto una divisa forte. Dalle dichiarazioni si passa ai fatti e nel corso dei mesi successivi gli interventi sul franco creano una barriera invalicabile stabilizzandolo a 1.51 e 1.09 rispettivamente contro euro e contro dollaro.

Spettacolare il movimento della sterlina sin dai primi mesi dell'anno quando, ritenuta a torto ormai senza speranza, pone le basi per un recupero clamoroso che la porta a recuperare circa il 15% nel semestre sull'aspettativa che i massicci interventi di sostegno consentiranno una ripresa anticipata rispetto all'Europa.

Senza particolari sussulti la divisa nipponica che, dopo l'indebolimento di inizio anno, dettato principalmente da aspettative di crescita devastanti, non trova particolari spunti per sviluppare un trend e si rafforza gradualmente nei mesi successivi sull'onda del maggior appetito per il rischio.

Stabili invece contro Euro, dopo i movimenti disordinati seguiti a cavallo d'anno, sia la corona norvegese che quella svedese, anche se quest'ultima maggiormente toccata dalle tensioni provenienti dai Paesi Baltici e dai problemi di crescita interna.

Sul finire del semestre un nuovo tema viene introdotto dai BRIC, capitanati dalla Cina, che a più riprese mettono in dubbio la sostenibilità del dollaro come divisa di riferimento e di riserva mondiale; in tal modo frenano un parziale movimento di rafforzamento che la divisa statunitense stava avviando in coincidenza con l'indebolimento dei mercati azionari.

Evoluzione prevedibile della gestione dei cambi

Gli andamenti laterali delle principali divise registrati nella fase finale del primo semestre, con movimenti talvolta repentini, ma pur sempre erratici, esprimono una mancanza di fondo di idee sulla possibile direzione futura; questo legato non alla mancanza di per sé di idee o spunti, ma al fatto che nessun tema appare per il momento trainante, preannunciando pertanto un'estate senza particolare brio, soprattutto qualora l'andamento delle principali economie non si discosti molto l'una dall'altra. Per contro le ultime estati ci hanno abituato a ben altro, sia pur favorite da volumi sottili, pertanto non è da escludere che una direzionalità possa essere presa già nei prossimi mesi.

Fare previsioni su quale sarà la direzione del dollaro risulta comunque particolarmente complesso a causa della dinamica temporale con cui i vari temi possano entrare in campo.

Se in linea di massima si può convergere su un'idea di ulteriore indebolimento del dollaro, a breve ci sono comunque diversi temi che potrebbero spingerlo in direzione opposta. Riteniamo che nel corso del semestre possa aumentare l'attenzione sul tema sollevato dai Bric, della sostenibilità del dollaro come divisa di riserva, collegato alle paure che gli assets detenuti da questi Paesi possano perdere di valore a seguito della manovra di QE in atto; però proprio queste paure dovrebbero frenare le critiche anche perché non ci sono in vista alternative praticabili nel breve termine. Per contro il tema stesso del QE in Gran Bretagna sta producendo invece effetti opposti alimentando aspettative di crescita e conseguente rafforzamento della divisa. Pertanto a breve potrebbero avere maggior presa, a favore di un rafforzamento della divisa Usa, un incremento della risk aversion, anche se non c'è un consensus unanime su questo tema, l'andamento

delle materie prime ed elementi possibili di disturbo derivanti da temi già noti, come problemi dai Paesi dell'Est, piuttosto che divergenze negli andamenti macroeconomici attesi.

Resta quindi pienamente aperta la battaglia direzionale del dollaro fra dati macro, aspettative e variazione nei livelli di propensione al rischio, anche se si può individuare nella risk aversion il tema che maggiormente caratterizzerà l'andamento del dollaro e in conseguenza delle altre divise, non trascurando il fatto che nessuno, in modo più o meno esplicito, gradisce in questa fase particolarmente delicata una divisa forte e che pertanto, tornato a quanto esposto inizialmente, si potrebbe avere una fase di relativa stabilità dovuta a forze contrapposte che si annullano, attenuando eventuali spinte propulsive. Pertanto in assenza di eventi specifici è probabile che l'estate prosegua in modo tranquillo.

Per quanto riguarda la sterlina le motivazioni di base che rendono sostenibile il suo apprezzamento, riconducono al miglioramento delle condizioni di credito nel Paese e all'approccio aggressivo delle autorità monetarie nell'affrontare la crisi, creando così l'aspettativa di una ripresa anticipata rispetto alle altre aree economiche occidentali. Tenuto conto dell'entità del movimento sviluppatosi negli ultimi mesi riteniamo probabile un periodo di alcuni mesi di consolidamento in attesa di ulteriori conferme sul fronte macroeconomico.

Probabile che lo Yen mantenga un atteggiamento più statico, nonostante buoni motivi macroeconomici per iniziare una fase di indebolimento, a causa della forza contrapposta derivante dalla risk aversion che comunque lo tiene inchiodato su range di prezzo strettissimi. Stabili anche le attese sulle valute scandinave, con qualche discriminata sulla corona svedese qualora i Paesi Baltici non fossero in grado di mantenere i livelli attuali di cambio.

CR CENTO MONETARIO PLUS

Il fondo ha mantenuto nel corso del primo semestre dell'anno una duration compresa tra l'85% e il 115% del benchmark, approfittando delle fasi di debolezza del mercato per accumulare duration e, contemporaneamente, rivenderla nelle fasi di rialzo. In particolare, abbiamo privilegiato l'investimento in titoli governativi dell'area euro cosiddetti "periferici" come l'Italia e, in misura più marginale, anche la Grecia a scapito di quelli cosiddetti "core" come la Germania, caratterizzati da livelli di rendimento, relativamente, poco attraenti. Inoltre, in coincidenza del progressivo incremento della pendenza della curva dei rendimenti abbiamo incrementato il peso dei titoli sulle scadenze 4/5 anni a scapito di quelli più brevi.

Per quanto riguarda il segmento liquidità abbiamo privilegiato l'investimento in pronti contro termine o titoli governativi a brevissima scadenza mentre il peso dei CCT è stato progressivamente ridotto dal 40% a circa il 30% del portafoglio, privilegiando comunque le scadenze più lunghe. L'investimento in titoli corporate è stato in media del 7% del portafoglio, privilegiando soprattutto il settore finanziario.

Il rendimento netto del fondo, comprensivo di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, è stato nel primo semestre dell'anno 2009 pari a 2.72% rispetto al 2.64% del benchmark di riferimento.

Il benchmark di riferimento è: 60% JP MORGAN EMU BOND 1-3 YEARS; 40% MTS EX BANKIT CCT.

L'attività di gestione ha consentito il recupero del carico commissionale gravante sul fondo con una modesta extraperformance di 0.08%; i principali fattori alla base di questo risultato derivano dal forte recupero delle quotazioni dei titoli a tasso fisso italiani e greci, dei CCT lunghi e dei titoli corporate, in particolare i subordinati LT2.

Durante il mese di gennaio l'andamento della quota è stato piuttosto volatile arrivando a guadagnare circa l'1% in pochi giorni, per poi riperdere quasi tutto alla fine del mese a causa della estrema erraticità dei prezzi dei CCT. Successivamente la quota ha avuto un andamento positivo in modo progressivo ed in linea con l'indice di riferimento.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO MONETARIO PLUS

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	46.976.971	98,142	45.872.046	97,800
A1. Titoli di debito	46.976.971	98,142	45.872.046	97,800
A1.1 titoli di Stato	43.737.290	91,374	42.205.167	89,982
A1.2 altri	3.239.681	6,768	3.666.879	7,818
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	184.997	0,386	147.868	0,315
B1. Titoli di debito	184.997	0,386	147.868	0,315
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE	598.848	1,251		
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	-286.265	-0,598	314.428	0,670
F1. Liquidità disponibile	138.409	0,289	287.248	0,612
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	3.861.680	8,067	31.380	0,067
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-4.286.354	-8,954	-4.200	-0,009
G. ALTRE ATTIVITA'	391.863	0,819	569.838	1,215
G1. Ratei attivi	391.863	0,819	569.838	1,215
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	47.866.414	100,000	46.904.180	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		-24.450
I. PRONTI 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	-27.200	-21.200
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-27.200	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	-223.438	-170.604
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-42.250	-40.273
N2. Debiti di imposta	-181.108	-130.302
N3. Altre	-80	-29
TOTALE PASSIVITÀ	-250.638	-216.254
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	47.615.776	46.687.925
Numero delle quote in circolazione	8.359.082,301	8.419.522,632
Valore unitario delle quote	5,696	5,545

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	588.556,483
Quote rimborsate	648.996,814

Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio alla data della Relazione Semestrale in ordine decrescente di valore.

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
BTP 08/01.02.2011 3,75%	EUR	8.235.000,00	8.513.343	17,786
CCT 02/01.10.2009	EUR	7.683.000,00	7.697.214	16,081
CCT 07/01.03.2014	EUR	4.110.000,00	4.036.431	8,433
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	3.825.000,00	4.019.501	8,397
CCT 05/01.11.2012	EUR	3.315.000,00	3.293.784	6,881
CCT 07/01.12.2014	EUR	3.235.000,00	3.164.801	6,612
HELLENIC REP. 04/05.04.2011 FRN	EUR	2.500.000,00	2.431.350	5,079
BTAN 04/12.07.2010 2,50%	EUR	1.640.000,00	1.666.978	3,483
BOT 09/31.07.2009	EUR	1.345.000,00	1.335.804	2,791
BOT 09/31.08.2009	EUR	1.341.000,00	1.333.539	2,786
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	1.400.000,00	1.259.888	2,632
CCT 04/01.11.2011	EUR	1.154.000,00	1.154.115	2,411
BOT 09/14.08.2009	EUR	1.000.000,00	997.829	2,085
BTP 08/01.09.2011 4,25%	EUR	837.000,00	877.009	1,832
BOT 09/30.10.2009	EUR	770.000,00	767.049	1,602
CASSA RISP.FIRENZE 04/15.12.2014 FRN	EUR	700.000,00	691.342	1,444
BOT 09/30.11.2009	EUR	670.000,00	667.264	1,394
INTESA SANPAOLO 08/28.04.2011 5%	EUR	550.000,00	573.194	1,197
BTAN 06/12.07.2012 4,50%	EUR	500.000,00	536.225	1,120
BTP 07/01.03.2010 4%	EUR	330.000,00	336.650	0,703
CASSA RISP.FIRENZE 03/05.12.2013 FRN	EUR	300.000,00	255.564	0,534
BELGIUM 05/28.03.2010 3%	EUR	250.000,00	253.850	0,530
MONTE PASCHI SIENA 08/20.06.2011 6%	EUR	200.000,00	210.962	0,441
HELLENIC REP. 05/20.04.2010 3,10%	EUR	200.000,00	202.700	0,423
UBI BANCA 07/15.02.2012 FRN	EUR	150.000,00	144.698	0,302
HELLENIC REP. 08/11.04.2016 FRN	EUR	150.000,00	141.336	0,295
PORTUGUESE GOVT 00/20.05.2010 5,85%	EUR	100.000,00	104.110	0,218
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	100.000,00	104.034	0,217
BOT 09/15.04.2010	EUR	100.000,00	98.968	0,207
CCT 03/01.02.2010	EUR	77.000,00	77.123	0,161
BUNDESSCHATZANW 08/11.06.2010 4,75%	EUR	70.000,00	72.545	0,152
CCT 02/01.08.2009	EUR	51.000,00	51.046	0,107
CASSA DD E PP 05/26.10.2015 FRN	EUR	50.000,00	43.661	0,091
CCT 03/01.12.2010	EUR	40.000,00	40.080	0,084
BOT 09/31.12.2009	EUR	5.000,00	4.979	0,010
BTP 99/01.11.2009 4,25%	EUR	1.000,00	1.011	0,002
BOT 09/15.07.2009	EUR	1.000,00	998	0,002
BOT 09/30.09.2009	EUR	1.000,00	995	0,002

CR CENTO MISTO BEST

Il fondo Cr Cento Misto Best ha conseguito nel primo semestre 2009 un risultato positivo pari all'1.28%, tuttavia il risultato non è stato sufficiente a sovraperformare il benchmark di riferimento che ha fatto segnare nello stesso periodo un risultato pari al 2.12%.

Il benchmark di riferimento è: 85% JP MORGAN EMU BOND 1-3 ANNI; 15% MSCI WORLD INDEX.

Alla base della sottoperformance rispetto a benchmark ci sono scelte strategiche troppo difensive rivelatesi errate sia in campo valutario (sovrapeso di dollari) sia in ambito di asset allocation azionaria (fortissimo sottopeso titoli bancari europei e totale assenza di titoli bancari statunitensi), infine anche il sovrapeso di titoli di stato tedeschi sulla curva europea non è risultato premiante essendosi ridotti gli spreads.

L'impostazione strategica difensiva del fondo aveva effettivamente portato ad una sovraperformance significativa nel primo trimestre (+0.66% vs benchmark al 9 marzo), purtroppo il violento bear market rally (quasi 50% in meno di 90 giorni sui principali mercati azionari) ha penalizzato la strategia in atto nonostante siano state fatte variazioni significative per ridurre i danni di un impostazione risultata troppo difensiva.

Come strategie per il futuro sul comparto azionario manteniamo un'impostazione lievemente difensiva. Dal quadro macro non emergono dati sufficienti a giustificare l'entusiasmo visto dal 9 marzo ai primi di giugno (dj eurostoxx +44%), gran parte dei dati positivi sia a livello societario che macro sono stati indotti dalla fisiologica ristrutturazione delle scorte; tuttavia in caso di ulteriore conferma di un'inversione del trend ribassista di lungo periodo non esiteremo a portarci prima a benchmark in termini di esposizione e poi a modificare anche la composizione stessa del portafoglio in modo da renderlo atto ad affrontare scenari di ripresa economica. Per quanto riguarda il comparto obbligazionario riteniamo opportuno non ridurre ulteriormente il sottopeso di duration rispetto ai benchmark.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO MISTO BEST

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	6.653.813	92,990	7.041.855	94,377
A1. Titoli di debito	5.717.351	79,902	6.328.304	84,814
A1.1 titoli di Stato	5.717.351	79,902	6.328.304	84,814
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	870.750	12,169	662.517	8,879
A3. Parti di O.I.C.R.	65.712	0,919	51.034	0,684
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	117.784	1,646	86.262	1,156
B1. Titoli di debito	117.784	1,646	86.262	1,156
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	285.837	3,995	186.867	2,504
F1. Liquidità disponibile	330.866	4,624	188.099	2,521
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	93.166	1,302	15.310	0,205
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-138.195	-1,931	-16.542	-0,222
G. ALTRE ATTIVITA'	98.005	1,369	146.381	1,963
G1. Ratei attivi	96.323	1,346	145.960	1,957
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.682	0,023	421	0,006
TOTALE ATTIVITA'	7.155.439	100,000	7.461.365	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		-3.600
I. PRONTI 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		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	-23.218	-24.127
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-10.471	-12.680
N2. Debiti di imposta	-12.719	-11.356
N3. Altre	-28	-91
TOTALE PASSIVITA'	-23.218	-27.727
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	7.132.221	7.433.637
Numero delle quote in circolazione	1.269.716,710	1.340.264,149
Valore unitario delle quote	5,617	5,546

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	49.008,223
Quote rimborsate	119.555,662

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

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
BTP 07/15.04.2012 4%	EUR	950.000,00	992.133	13,865
DEUTSCHLAND REP. 05/04.01.2037 4%	EUR	685.000,00	658.662	9,205
DEUTSCHLAND REP. 06/04.07.2016 4%	EUR	500.000,00	529.725	7,403
BTP 04/01.08.2014 4,25%	EUR	500.000,00	522.950	7,308
DEUTSCHLAND REP. 06/04.01.2017 3,75%	EUR	500.000,00	520.075	7,268
BTP 07/01.03.2010 4%	EUR	500.000,00	510.075	7,128
BTP 05/01.08.2015 3,75%	EUR	435.000,00	441.960	6,177
DEUTSCHLAND REP.94/04.01.2024 6,25% S.94	EUR	350.000,00	436.223	6,096
BTP 06/15.03.2011 3,50%	EUR	290.000,00	299.309	4,183
BTP 08/01.08.2018 4,50%	EUR	230.000,00	235.842	3,296
FRANCE O.A.T. 05/25.04.2021 3,75%	EUR	200.000,00	195.900	2,738
BANCA ITALEASE 05/30.11.2012	EUR	200.000,00	117.784	1,646
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	100.000,00	105.085	1,469
BTP 08/01.02.2011 3,75%	EUR	100.000,00	103.380	1,445
UK TREASURY 98/07.12.2009 5,75%	LST	50.000,00	59.978	0,838
DEUTSCHLAND REP. 05/04.01.2016 3,50%	EUR	51.000,00	52.686	0,736
ISHARES MSCI JAPAN FUND-ETF	EUR	6.686,00	44.529	0,622
COCA-COLA COMPANY/THE	USD	1.175,00	39.895	0,558
AREVA - CI	EUR	80,00	33.243	0,465
CAMPBELL SOUP CO.	USD	1.550,00	32.263	0,451
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA	EUR	950,00	30.296	0,423
BOT 09/15.04.2010	EUR	30.000,00	29.690	0,415
MC DONALDS CORP.	USD	696,00	28.310	0,396
K+S AG	EUR	672,00	26.900	0,376
TOTAL SA	EUR	650,00	25.012	0,350
KONINKLIJKE KPN NV	EUR	2.500,00	24.498	0,342
NIKE INC. - CL B	USD	660,00	24.179	0,338
GOOGLE INC. - CL A	USD	76,00	22.669	0,317
ALSTOM SA	EUR	517,00	21.742	0,304
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 BANKS-ETF	EUR	650,00	21.184	0,296
ADOBE SYSTEMS INC.	USD	1.000,00	20.023	0,280
RWE A.G.	EUR	350,00	19.632	0,274
BECTON DICKINSON & CO.	USD	370,00	18.668	0,261
VESTAS WIND SYSTEMS A/S	DKK	365,00	18.649	0,261
INTEL CORP.	USD	1.500,00	17.564	0,245
UNILEVER NV - CVA	EUR	1.000,00	17.165	0,240
INDITEX - INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL SA	EUR	500,00	17.085	0,239
COLGATE-PALMOLIVE CO.	USD	333,00	16.666	0,233
TERNA - ORD.	EUR	7.000,00	16.625	0,232
NESTLE SA - REGD	FRS	600,00	16.084	0,225
L OREAL SA	EUR	300,00	15.983	0,223
GDF SUEZ	EUR	600,00	15.924	0,223
NOVO NORDISK A/S - B	DKK	400,00	15.416	0,215
YUM! BRANDS INC.	USD	650,00	15.333	0,214
SYNGENTA AG - REGD	FRS	88,00	14.542	0,203
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO.	USD	1.000,00	14.370	0,201
ENI - ORD.	EUR	800,00	13.480	0,188
ABB LTD - REGD	FRS	1.200,00	13.427	0,188
GILEAD SCIENCES INC.	USD	400,00	13.256	0,185
CISCO SYSTEMS INC.	USD	1.000,00	13.188	0,184

CR CENTO PREMIUM

Il fondo Cr Cento Premium registra nel semestre un risultato pari a 1.98%. Il parametro di riferimento realizza un risultato pari a 2.48%. Il Fondo ha tratto vantaggio da un'esposizione direzionale ai mercati azionari leggermente positiva (intorno al 5-10% a seconda delle fasi). Le scelte settoriali hanno in parte premiato (vedi Etf materie prime) ed in parte penalizzato (vedi Etf short settore bancario). Positivo il contributo delle scelte sul rischio creditizio attuate mediante ETF legati al restringimento dei Cds e degli spread rispetto ai titoli governativi. Negativo il contributo delle scelte valutarie (rialzo dollaro in maggio) solo in parte compensate dai guadagni realizzati sullo yen.

Con la fine del 2008 e l'inizio del 2009 è stata avviata l'operazione di rinnovamento del fondo attraverso la vendita di fondi terzi precedentemente in portafoglio e l'acquisto di nuovi strumenti. La costruzione del portafoglio, avviata in modo graduale, è stata caratterizzata da una ripartizione seguente:

- circa 70-75% OICR (del gruppo e di terzi);
- circa 25% titoli governativi;
- circa 20-30% derivati.

Nel semestre il Fondo ha acquistato fondi Vegagest ripartiti in prevalenza tra i flessibili (circa 20%) ed obbligazionari (circa 10%). La scelta di privilegiare i fondi flessibili della casa risponde alla necessità di disporre di strumenti "conosciuti" che si caratterizzano per la peculiarità di vantare un ottimo track record (le performance del 2008 sono state positive ed in taluni casi a doppia cifra), di investire in titoli estremamente liquidi e di adattare a seconda del momentum di mercato una strategia legata al trend prevalente (nel 2008 si sono alternate fasi di esposizione al ribasso / rialzo del mercato azionario in base al trend del momento). Inoltre sono stati acquistati etf obbligazionari per il 4.2% circa suddivisi tra corporate europei investment grade e governativi segmento 1-3 anni della curva.

Per gli ETF azionari abbiamo effettuato prevalentemente scelte di settore a livello europeo con una preferenza per utilities, infrastrutture, materie di base.

All'interno del portafoglio da segnalare l'acquisto per circa il 27% di obbligazioni governative necessarie per fronteggiare l'operatività in derivati che è stata attuata in modo contenuto su indici azionari.

In ottica di diversificazione del portafoglio è stata costruita in modo graduale e per una quota contenuta del portafoglio (circa 1-1.5%) una posizione rialzista in ETC legati all'oro. Contestualmente al raggiungimento di quotazioni superiori ai 72 dollari al barile del petrolio è stata aperta una posizione contenuta al ribasso attraverso l'utilizzo di un ETC short oil.

In aprile è stata conclusa con profitto attività di compravendita in ETF legati a titoli corporate statunitensi appartenenti al segmento investment grade.

Nella parte finale del semestre a livello settoriale è stato ridotto il peso dell'ETF legato alle risorse di base ed è stato invece incrementato il peso dell'ETF Short Banks. Sulla componente obbligazionaria da segnalare la vendita degli ETF legati al restringimento dei Cds. Tale strategia ha permesso di realizzare un buon risultato per il Fondo. La vendita ha avuto luogo nella giornata in cui la Bce ha annunciato le prime operazioni "non convenzionali" di acquisto di "covered bond" (obbligazioni garantite da mutui ed altre attività collaterali).

Per il futuro immediato prevediamo una fase di riflessione dei mercati dopo i forti recuperi iniziati da marzo. Per confermare il buon andamento delle borse sono necessarie ulteriori conferme dal punto di vista macro. Il Fondo prevede di mantenere una composizione prudente. Si prevede di mantenere l'attuale struttura del portafoglio caratterizzata da una diversificazione tra OICR della "casa", titoli governativi ed OICR terzi rappresentati esclusivamente da ETF quotati in borsa e facilmente negoziabili.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO PREMIUM

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	7.420.609	88,671	5.800.607	64,122
A1. Titoli di debito	2.317.891	27,697	976.196	10,791
A1.1 titoli di Stato	2.317.891	27,697	976.196	10,791
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	5.102.718	60,974	4.824.411	53,331
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	364.788	4,359	2.066.006	22,839
F1. Liquidità disponibile	464.000	5,544	3.059.355	33,820
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			12.599.678	139,282
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-99.212	-1,185	-13.593.027	-150,263
G. ALTRE ATTIVITA'	583.289	6,970	1.179.542	13,039
G1. Ratei attivi	55.175	0,660	25.441	0,281
G2. Risparmio di imposta	528.114	6,310	624.642	6,905
G3. Altre			529.459	5,853
TOTALE ATTIVITA'	8.368.686	100,000	9.046.155	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		-3.800
I. PRONTI 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	-350	-3.853
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-350	-3.853
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	-26.007	-299.666
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-9.684	-15.988
N2. Debiti di imposta	-16.186	
N3. Altre	-137	-283.678
TOTALE PASSIVITA'	-26.357	-307.319
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	8.342.329	8.738.836
Numero delle quote in circolazione	2.214.411,076	2.365.445,082
Valore unitario delle quote	3,767	3,694

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	74.435,049
Quote rimborsate	225.469,055

Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio alla data della Relazione Semestrale in ordine decrescente di valore.

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
VEGAGEST FLESSIBILE	EUR	166.052,67	1.251.539	14,955
INTRA ASSOLUTO	EUR	133.480,50	786.868	9,403
BOT 08/16.11.2009	EUR	600.000,00	588.762	7,035
INTRA FLESSIBILE	EUR	57.985,99	350.177	4,184
VEGAGEST RENDIMENTO	EUR	56.047,93	297.222	3,552
ETFS PHYSICAL GOLD	EUR	4.000,00	262.400	3,135
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 UTILITIES-ETF	EUR	4.100,00	234.561	2,803
CTZ GE08/31.12.2009 ZCP	EUR	250.000,00	234.535	2,803
ISHARES EUR CORPORATE BOND	EUR	2.000,00	234.500	2,802
LYXOR ETF DJ STOXX 600 HEALTHCARE	EUR	7.000,00	218.400	2,610
VEGAGEST OBB. EURO BREVE TERM CL A	EUR	35.479,86	204.258	2,441
VEGAGEST OBBLIGAZIONARIO EURO CL A	EUR	32.310,17	203.166	2,428
BOT 09/30.11.2009	EUR	200.000,00	198.506	2,372
BOT 09/15.01.2010	EUR	200.000,00	197.415	2,359
BOT 08/15.10.2009	EUR	200.000,00	195.407	2,335
CARISMI PRATICO CL B	EUR	32.092,42	193.325	2,310
BOT 08/15.07.2009	EUR	200.000,00	191.493	2,288
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 FOOD/BEV-ETF	EUR	3.600,00	132.588	1,584
LYXOR ETF DJ STOXX 600 CHEMICALS	EUR	3.750,00	128.175	1,532
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 TELCOM-ETF	EUR	3.000,00	112.140	1,340
NETHERLANDS GOVT 04/15.01.2010 3%	EUR	100.000,00	101.190	1,209
BTP 99/01.11.2009 4,25%	EUR	100.000,00	101.140	1,209
CCT 02/01.08.2009	EUR	100.000,00	100.090	1,196
BOT 09/15.02.2010	EUR	100.000,00	98.952	1,182
BOT 08/15.09.2009	EUR	100.000,00	96.613	1,154
CTZ AP08/30.04.2010 ZCP	EUR	100.000,00	94.638	1,131
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 BNKS SHT-ETF	EUR	2.000,00	84.080	1,005
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 BSC RESOU-ETF	EUR	1.300,00	75.998	0,908
DB X-TRACKERS CURRENCY RETURNS - ETF	EUR	1.500,00	73.005	0,872
LYXOR ETF DJ STOXX 600 PERSL & HOUSE	EUR	2.400,00	62.736	0,750
BOT 09/30.11.2009	EUR	60.000,00	59.755	0,714
LYXOR ETF DJ STOXX 600 INDL GOODS &	EUR	3.000,00	59.040	0,705
ISHARES S&P EMER MRKT INFRAS - ETF	EUR	4.000,00	50.920	0,608
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 OIL & GAS	EUR	1.000,00	50.800	0,607
BOT 09/30.09.2009	EUR	50.000,00	49.771	0,595
ISHARES S&P GLB CLEAN ENERGY - ETF	EUR	4.000,00	36.820	0,440
BOT 08/14.08.2009	EUR	10.000,00	9.623	0,115

Cassa di Risparmio di Cento SpA

Via Matteotti, 8/b

44042 Cento (Fe)

tel 051.6833111

fax 051.6833443

www.crcento.it

Vegagest Sgr SpA

Corso Porta Reno, 37

44121 Ferrara

tel 0532.781011

fax 0532.781025

www.vegagest.it

