

Sistema Fondi CR Cento



RELAZIONE SEMESTRALE
al 30 GIUGNO 2008

CR Cento Monetario Plus
CR Cento Misto Best
CR Cento Premium



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 Stearn evitendo 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 Stearn, 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 valer 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.

CR CENTO MONETARIO PLUS

Il fondo ha mantenuto nel corso del primo trimestre dell'anno una duration compresa tra l'80% e il 100% del benchmark. Nel secondo trimestre, in coincidenza con il progressivo rialzo dei rendimenti, abbiamo avuto una sovraesposizione di circa il 110/115%. L'investimento della parte a tasso fisso è, per la maggior parte concentrato sul segmento con scadenza 3/4 anni. A livello geografico abbiamo privilegiato l'investimento sui titoli governativi italiani, e in misura minore tedeschi e greci.

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 mantenuto su valori prossimi al 40% del portafoglio privilegiando le scadenze più lunghe ed i reset cedola relativi ai mesi di marzo/maggio. L'investimento in titoli corporate è stato in media dell'8/9% 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 del 2008 pari al -0,04% rispetto allo 0,78% del benchmark di riferimento.

L'attività di gestione non ha consentito il recupero del carico commissionale gravante sul fondo; sul risultato ha pesato la sottoperformance degli ultimi mesi del mercato italiano, sui cui era stata concentrata una parte significativa del portafoglio e il forte indebolimento dei CCT con scadenza più lunga verificatosi nel secondo trimestre.

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

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO MONETARIO PLUS

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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	46.877.776	98,304	48.148.998	97,462
A1. Titoli di debito	46.877.776	98,304	48.148.998	97,462
A1.1 titoli di Stato	42.685.083	89,512	44.101.600	89,269
A1.2 altri	4.192.693	8,792	4.047.398	8,193
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			398.578	0,807
B1. Titoli di debito			398.578	0,807
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	598.211	1,254		
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	-288.260	-0,604	203.002	0,411
F1. Liquidità disponibile	61.417	0,129	152.349	0,308
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	68.833	0,144	55.825	0,113
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-418.510	-0,877	-5.172	-0,010
G. ALTRE ATTIVITA'	498.922	1,046	652.045	1,320
G1. Ratei attivi	496.367	1,041	652.045	1,320
G2. Risparmio di imposta	2.555	0,005		
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	47.686.649	100,000	49.402.623	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-1.850	-54.250
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	-56.058	-67.677
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-56.058	-67.677
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ'	-38.597	-225.997
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-38.584	-39.197
N2. Debiti di imposta		-186.632
N3. Altre	-13	-168
TOTALE PASSIVITÀ'	-96.505	-347.924
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	47.590.144	49.054.699
Numero delle quote in circolazione	8.751.766,661	9.016.932,629
Valore unitario delle quote	5,438	5,440

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	873.415,537
Quote rimborsate	1.138.581,505

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	8.451.000,00	8.199.159	17,194
CCT 07/01.03.2014	EUR	6.670.000,00	6.569.616	13,777
CCT 07/01.12.2014	EUR	5.300.000,00	5.203.540	10,912
CCT 05/01.11.2012	EUR	4.750.000,00	4.679.225	9,812
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	3.825.000,00	3.710.824	7,782
HELLENIC REP. 04/05.04.2011 FRN	EUR	2.500.000,00	2.495.950	5,234
BOT 08/15.07.2008 TRIMESTRALE	EUR	2.135.000,00	2.113.515	4,432
HELLENIC REP. 04/20.04.2009 3,50%	EUR	2.110.000,00	2.089.322	4,381
CCT 04/01.11.2011	EUR	1.622.000,00	1.603.347	3,362
HELLENIC REP. 06/21.06.2009 3,40%	EUR	1.525.000,00	1.505.251	3,157
BTP 98/01.05.2009 4,50%	EUR	1.455.000,00	1.452.308	3,046
CCT 01/01.09.2008	EUR	1.450.000,00	1.449.348	3,039
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	1.400.000,00	1.343.984	2,818
BTAN 04/12.07.2010 2,50%	EUR	1.210.000,00	1.159.301	2,431
CASSA RISP.FIRENZE 04/15.12.2014 FRN	EUR	700.000,00	691.304	1,450
INTESA SANPAOLO 08/28.04.2011 5%	EUR	550.000,00	538.791	1,130
BANCHE POP. UNITE 06/03.11.2008 4%	EUR	300.000,00	298.431	0,626
BANCA POP. MILANO 08/15.02.2010 FRN	EUR	200.000,00	200.146	0,420
MONTE PASCHI SIENA 08/20.06.2011 6%	EUR	200.000,00	199.216	0,418
BANCO POP.VR.NO. 06/05.06.2009 FRN T3	EUR	200.000,00	197.866	0,415
SANPAOLO IMI 01/31.07.2008 5,55%	EUR	171.000,00	171.000	0,359
MONTE PASCHI SIENA 99/04.01.2009 4%	EUR	160.000,00	159.544	0,335
HELLENIC REP. 08/11.04.2016 FRN	EUR	150.000,00	150.280	0,315
UBI BANCA 07/15.02.2012 FRN	EUR	150.000,00	146.227	0,307
BANCA DELLE MARCHE 03/09.10.2013 FRN	EUR	150.000,00	146.163	0,307
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	100.000,00	96.022	0,201
BOT 08/31.07.2008 4MESI	EUR	90.000,00	88.741	0,186
BOT 07/15.12.2008 ANNUALE	EUR	90.000,00	86.291	0,181
CTZ GN07/30.06.2009 ZCP	EUR	60.000,00	54.802	0,115
CCT 03/01.12.2010	EUR	40.000,00	39.724	0,083
CCT 02/01.08.2009	EUR	10.000,00	9.991	0,021
CCT 02/01.07.2009	EUR	10.000,00	9.968	0,021
BTP 06/01.02.2009 3%	EUR	10.000,00	9.907	0,021
SANPAOLO IMI 01/02.10.2008 5,16%	EUR	4.000,00	3.999	0,008
CTZ GE07/31.12.2008 ZCP	EUR	4.000,00	3.694	0,008
BOT 08/31.10.2008 SEMESTRALE	EUR	1.000,00	978	0,002
Totale			46.877.776	

CR CENTO MISTO BEST

Il fondo ha strategicamente mantenuto per l'intero semestre un significativo sottopeso della parte azionaria ed un' allocazione settoriale molto difensiva (fortissimo sottopeso di financials e sovrappeso di consumer staples, utilities e materials).

Questa impostazione ha consentito di ottenere nel primo trimestre una buona overperformance rispetto al benchmark. L'impostazione difensiva è però risultata penalizzante durante il forte e repentino rimbalzo guidato proprio dai finanziari a seguito del "salvataggio" di Bear Stearns (17 marzo). Il fondo continua comunque a mantenere un'impostazione difensiva ed a sottopesare i finanziari.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria del fondo, le dinamiche inflative hanno reso penalizzante il lieve sovrappeso di duration che il fondo ha tenuto durante il primo semestre. Negativa è risultata inoltre la forte presenza di titoli di stato italiani a causa dell'allargamento degli spread sui paesi periferici ed il sovrappeso sulla parte 2/5 anni della curva.

L'impostazione risulta ora esser più equilibrata con un lieve sottopeso di duration strategico dettato dalla necessità di contrastare le conseguenze della futura dinamica inflattiva.

Il rendimento netto del fondo, comprensivo di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, è stato nel primo semestre del 2008 pari al -3,69% rispetto al -2,82% del benchmark di riferimento.

Il benchmark di riferimento è 85% JP MORGAN EMU BOND 15% MSCI WORLD INDEX.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO MISTO BEST

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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	7.504.891	93,035	9.926.106	93,567
A1. Titoli di debito	6.407.124	79,426	8.387.460	79,063
A1.1 titoli di Stato	6.260.414	77,608	8.387.460	79,063
A1.2 altri	146.710	1,819		
A2. Titoli di capitale	1.062.557	13,172	1.538.646	14,504
A3. Parti di O.I.C.R.	35.210	0,436		
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			165.368	1,559
B1. Titoli di debito			165.368	1,559
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'	402.779	4,993	379.378	3,576
F1. Liquidità disponibile	407.248	5,048	409.295	3,858
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	43.919	0,544	50.257	0,474
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-48.388	-0,600	-80.174	-0,756
G. ALTRE ATTIVITA'	159.074	1,972	137.662	1,298
G1. Ratei attivi	112.265	1,392	136.723	1,289
G2. Risparmio di imposta	44.444	0,551		
G3. Altre	2.365	0,029	939	0,009
TOTALE ATTIVITA'	8.066.744	100,0000	10.608.514	100,000

Società di Gestione: **Vegagest SGR S.p.A.**
 Fondo: **CR Cento Misto Best**

Banca Depositaria: **Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.**

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-1.500	-3.250
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	-21.637	-54.216
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-21.637	-54.216
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	-11.539	-25.331
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-11.476	-16.056
N2. Debiti di imposta		-9.228
N3. Altre	-63	-47
TOTALE PASSIVITA'	-34.676	-82.797
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	8.032.068	10.525.717
Numero delle quote in circolazione	1.523.757,391	1.923.058,813
Valore unitario delle quote	5,271	5,473

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	52.664,626
Quote rimborsate	451.966,048

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	1.300.000,00	1.254.825	15,556
BTP 06/01.02.2017 4%	EUR	800.000,00	741.240	9,189
BTP 06/01.08.2016 3,75%	EUR	750.000,00	686.925	8,516
BTP 05/01.02.2037 4%	EUR	750.000,00	598.050	7,414
BTP 07/01.03.2010 4%	EUR	600.000,00	591.660	7,335
BOT 07/15.09.2008 ANNUALE	EUR	600.000,00	576.130	7,142
BTP 04/01.08.2014 4,25%	EUR	500.000,00	481.250	5,966
BTP 05/01.08.2015 3,75%	EUR	500.000,00	462.100	5,728
BTP 03/01.08.2013 4,25%	EUR	400.000,00	386.920	4,796
BTP 06/15.03.2011 3,50%	EUR	290.000,00	279.458	3,464
BOT 07/14.11.2008 ANNUALE	EUR	200.000,00	191.888	2,379
BANCA ITALEASE 05/30.11.2012	EUR	200.000,00	146.710	1,819
PROCTER & GAMBLE CO.	USD	1.450,00	55.934	0,693
COCA COLA COMPANY	USD	1.575,00	51.934	0,644
BASF SE	EUR	1.110,00	48.640	0,603
DB X-TRACKERS DJ STOXX 600 BANKS-ETF	EUR	700,00	35.210	0,436
NOVO NORDISK A/S - B	DKK	836,00	34.750	0,431
BARRICK GOLD CORP.	USD	1.200,00	34.636	0,429
KONINKLIJKE KPN NV	EUR	3.000,00	32.700	0,405
MERCK KGAA	EUR	335,00	30.247	0,375
ESSILOR INTERNATIONAL SA	EUR	770,00	29.907	0,371
GENERAL ELECTRIC CO.	USD	1.700,00	28.783	0,357
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA	EUR	800,00	28.008	0,347
BAYER AG	EUR	500,00	26.730	0,331
LOCKHEED MARTIN CORP.	USD	400,00	25.034	0,310
GENERALI ASS. - ORD.	EUR	1.000,00	24.370	0,302
AMGEN INC.	USD	800,00	23.933	0,297
DIAGEO PLC	LST	2.000,00	23.326	0,289
SNAM RETE GAS - ORD.	EUR	5.000,00	21.715	0,269
TOTAL SA	EUR	370,00	20.054	0,249
ABERCROMBIE & FITCH CO. - CL A	USD	500,00	19.881	0,246
BARD (C.R.) INC.	USD	345,00	19.248	0,239
BECTON DICKINSON & CO.	USD	370,00	19.082	0,237
KIMBERLY CLARK CORP.	USD	500,00	18.961	0,235
AIR LIQUIDE SA	EUR	225,00	18.871	0,234
MARATHON OIL CORP.	USD	550,00	18.097	0,224
RAYTHEON COMPANY	USD	500,00	17.851	0,221
MC DONALDS CORP.	USD	500,00	17.832	0,221
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	495,00	17.637	0,219
HONEYWELL INTERNATIONAL INC.	USD	550,00	17.543	0,217
COLGATE-PALMOLIVE CO.	USD	400,00	17.534	0,217
MICROSOFT CORP.	USD	1.000,00	17.451	0,216
ROCHE HOLDING AG - GENUSSSCHEIN	FRS	150,00	17.190	0,213
HEWLETT-PACKARD CO.	USD	600,00	16.827	0,209
BAE SYSTEMS PLC	LST	3.000,00	16.756	0,208
KELLOGG CO.	USD	550,00	16.754	0,208
VALERO ENERGY CORP.	USD	630,00	16.457	0,204
PERNOD RICARD SA	EUR	250,00	16.313	0,202

Società di Gestione: **Vegagest SGR S.p.A.**
Fondo: **CR Cento Misto Best**

Banca Depositaria: **Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.**

BUZZI UNICEM - ORD.	EUR	1.000,00	15.900	0,197
CONSTELLATION ENERGY GROUP INC.	USD	300,00	15.624	0,194
Totale			7.324.875	

CR CENTO PREMIUM

Il primo semestre del 2008 ha visto la peggiore prestazione dei mercati azionari dalla crisi della "bolla tecnologica" del 2001, con l'indice MSCI World Equity contrarsi più del 18,4% in euro.

La combinazione di ulteriori cedimenti dei titoli del settore finanziario, come conseguenza della crisi creditizia e di un marcato aumento dei prezzi delle materie prime, hanno incrementato le paure di stagflazione, con l'incapacità delle autorità monetarie e governative di dare supporto a misure di stimolo di crescita economica, per via dell'aumento delle pressioni inflazionistiche.

Appena all'inizio del 2008 la maggior parte dei mercati ha anticipato un modesto rallentamento dell'attività economica. Nel 2007, malgrado l'emergere della crisi dei mutui americani "subprime", quasi tutti i mercati azionari sono nondimeno riusciti a riportare rendimenti positivi, aiutati in parte dalla forte azione delle banche centrali, soprattutto della Federal Reserve americana.

Gennaio ha visto il riemergere dei timori di stabilità delle istituzioni finanziarie, a seguito dell'annuncio da parte di queste, di notevoli perdite che hanno dato luogo a preoccupazioni sia circa la loro solvibilità, e sia per la loro abilità di gestire e sostenere il tenore delle attività creditizie in generale. Una continua turbolenza nei mercati del credito, accentuata dalle vendite forzate di titoli finanziari collegati al mercato dei mutui, ha condotto ad un marcato allargamento degli spreads creditizi.

A marzo i mercati azionari hanno raggiunto un minimo di breve periodo, con il raggiungimento del picco della preoccupazione sulla solidità delle principali case d'investimento mondiali. A questo ha seguito un'ulteriore caduta del mercato azionario e il soccorso di JP Morgan alla Bear Stearns, nel momento in cui la solvibilità e la capacità di raccolta di quest'ultima è stata messa in discussione. La Fed simultaneamente ha agito per sollevare l'impasse nel mercato dei mutui, dichiarando di accettare cartelle obbligazionarie dei mutui elargiti, come garanzia per prestiti di attività più liquide. Mentre i mercati azionari facevano registrare forti rialzi, sono poi alla fine del mese finiti al ribasso, e l'azionario europeo ha registrato una perdita del 14% per il primo trimestre del 2008.

Aprile e maggio hanno visto qualche segnale di ripresa dalle turbolenze del primo trimestre, e i mercati hanno recuperato la maggior parte delle perdite subite. I titoli finanziari e immobiliari hanno recuperato e le paure di una recessione negli USA si sono allontanate.

Comunque i prezzi delle materie prime, e specialmente del petrolio, hanno continuato a lievitare con inizio di conseguenze sugli andamenti dei mercati emergenti, dato l'aumento dei prezzi al consumo nei mercati in via di sviluppo. La Cina in particolare ha fatto registrare un marcato declino dei titoli azionari a seguito degli interventi delle autorità monetarie per portare sotto controllo l'attività economica.

Giugno ha visto il riemergere delle preoccupazioni dei titoli finanziari generando una corsa alla vendita e portandoli al loro peggiore livello dell'anno e anche di periodi precedenti. La spirale di aumenti del prezzo del petrolio e dei generi alimentari ha alimentato sia paure inflazionistiche, sia di recessione a seguito degli effetti di una conseguente riduzione globale del reddito discrezionale disponibile per le altre voci di spesa.

Questo fenomeno è stato particolarmente avvertito nei mercati emergenti dove la spesa per generi alimentari e per l'energia, occupa una percentuale alta del reddito disponibile delle famiglie. Tale combinazione ha condotto i mercati a raggiungere i livelli più bassi di tutto il mese di marzo e i peggiori rendimenti della prima metà dell'anno, registratisi negli ultimi 7 anni.

Per il resto del 2008, appare probabile il permanere delle preoccupazioni sul settore finanziario, e mentre una recessione negli USA sembra non più verificarsi, si riaccendono i timori di una recessione nelle previsioni economiche del 2009.

I mercati petroliferi e delle materie prime avranno un forte impatto negli scenari futuri. Ulteriori aumenti di questi beni limiteranno l'effetto delle misure di stimolo da parte delle autorità monetarie e faranno crescere le pressioni inflazionistiche, aumentando il rischio recessivo, mentre una forte contrazione del prezzo di questi beni avrà effetti opposti. Il rallentamento dell'attività economica dovrebbe avere un effetto "calmieratore" su tali prezzi, mentre altri fattori, incluso quello speculativo, possono nel breve termine causare ulteriori aumenti.

Tuttavia, in un'ottica di previsione di medio periodo, i mercati azionari appaiono esprimere livelli di prezzi attraenti sulla base di quasi tutti i modelli valutativi, e i mercati creditizi hanno già scontato i fattori negativi, tranne quelli più catastrofici. Quindi, ai livelli, raccomanderemmo piuttosto un aumento nei portafogli delle posizioni sui mercati finanziari, piuttosto che una loro riduzione.

Il rendimento netto del fondo, comprensivo di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, è stato nel primo semestre del 2008 pari al -8,72% rispetto al 3,40% dell'obiettivo di rendimento.

L'obiettivo di rendimento è JP MORGAN EMU CASH 3 MESI + 250 bp.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO CR CENTO PREMIUM

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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	13.416.626	96,605	17.053.989	97,079
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	13.416.626	96,605	17.053.989	97,079
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'	163.501	1,177	413.017	2,350
F1. Liquidità disponibile	161.201	1,161	602	0,003
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	6.633.727	47,765	7.777.383	44,272
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-6.631.427	-47,749	-7.364.968	-41,925
G. ALTRE ATTIVITA'	308.071	2,218	100.118	0,571
G1. Ratei attivi	4.211	0,030	44.022	0,251
G2. Risparmio di imposta	205.636	1,481	3.799	0,022
G3. Altre	98.224	0,707	52.297	0,298
TOTALE ATTIVITA'	13.888.198	100,0000	17.567.124	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	-2.300	-223.433
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	-545	-63.103
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-545	-63.103
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	-21.634	-63.786
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-21.433	-29.488
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	-201	-34.298
TOTALE PASSIVITA'	-24.479	-350.322
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	13.863.719	17.216.802
Numero delle quote in circolazione	2.905.433,892	3.293.445,189
Valore unitario delle quote	4,772	5,228

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse	163.610,183
Quote rimborsate	551.621,480

Società di Gestione: **Vegagest SGR S.p.A.**
 Fondo: **CR Cento Premium**

Banca Depositaria: **Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.**

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
JPM LUX-EMERGING MARKETS BOND-AA	USD	8.559,50	1.526.583	10,992
ABERDEEN GLOBAL-ASIA PACIFIC-A2	USD	46.106,43	1.524.987	10,980
ABERDEEN GLOBAL-EMERG MARK BOND-A2	USD	92.848,72	1.490.150	10,730
GARTMORE CONTINENTAL EUROPEAN-A	EUR	216.413,01	1.162.679	8,372
MLIIF-GLOBAL GOV BOND FUND \$-\$A2	USD	89.064,82	1.139.017	8,201
UOB GLOBAL KINETICS PARADIGM-C	USD	12.951,45	1.068.306	7,692
UBS LUX BOND SICAV-USD CORP-B	USD	146.931,42	1.051.374	7,570
GLG(INVEST.)GLOBAL CONVERT.UCITS-I	EUR	6.263,00	799.974	5,760
GLG(INVEST.)GLOBAL CONVERT.UCITS-M	EUR	6.413,34	758.377	5,461
FORTIS L FUND-ABS RETURN BOND(E)-C	EUR	8.331,01	673.979	4,853
JPM JAPAN SELECT EQUITY-C	YEN	8.788,59	586.328	4,222
MUZINICH-AMERICA YIELD-\$ ACC R	USD	5.931,13	581.638	4,188
M&G AMERICAN A	EUR	72.147,37	541.062	3,896
MORGAN ST (SICAV) LATIN AM EQT--A	USD	6.180,11	308.378	2,220
MLIIF-EMERGING EUROPE FUND-(E)A2	EUR	1.856,38	203.792	1,467
Totale			13.416.626	

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

44100 Ferrara

tel 0532.781011

fax 0532.781025

www.vegagest.it

