



# Sistema Fondi Intra

**Relazione semestrale al 30.06.2009**

**Intra Assoluto**  
**Intra Obbligazionario Euro Breve Termine**  
**Intra Azionario Area Euro**  
**Intra Flessibile**  
**Intra Azionario Internazionale**  
**Intra Obbligazionario Euro**

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



## **RELAZIONE SEMESTRALE DEI FONDI INTRA**

**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 scontrerebbe 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 fornisca 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). Analogamente 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 la 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'emozionalità, 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.

## **INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO BREVE TERMINE**

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 dell'8% 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 2.73% 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 0.09%; 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 dell'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 INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO BREVE TERMINE

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>55.093.517</b>	<b>91,706</b>	<b>67.792.111</b>	<b>97,818</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	55.093.517	91,706	67.792.111	97,818
<b>A1.1</b> titoli di Stato	52.455.961	87,315	62.053.769	89,538
<b>A1.2</b> altri	2.637.556	4,391	5.738.342	8,280
<b>A2.</b> Titoli di capitale				
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>1.963.658</b>	<b>3,269</b>	<b>605.054</b>	<b>0,873</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito	1.963.658	3,269	605.054	0,873
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>4.199.042</b>	<b>6,989</b>		
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>-1.683.848</b>	<b>-2,802</b>	<b>172.500</b>	<b>0,249</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	50.528	0,084	51.579	0,074
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	5.650.820	9,406	128.970	0,186
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-7.385.196	-12,292	-8.049	-0,011
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>503.716</b>	<b>0,838</b>	<b>734.548</b>	<b>1,060</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	503.716	0,838	734.548	1,060
<b>G2.</b> Risparmio di imposta				
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>60.076.085</b>	<b>100,000</b>	<b>69.304.213</b>	<b>100,000</b>

Società di Gestione: **Vegagest SGR S.p.A.**  
 Fondo: **Intra Obbligazionario Euro Breve Termine**

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

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		<b>-16.700</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>-199.170</b>	
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
<b>L1.</b> Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
<b>L2.</b> Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-271.525</b>	<b>-115.361</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	-271.525	-115.361
<b>M2.</b> Proventi da distribuire		
<b>M3.</b> Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-324.538</b>	<b>-206.344</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-63.533	-58.308
<b>N2.</b> Debiti di imposta	-260.948	-147.942
<b>N3.</b> Altre	-57	-94
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-795.233</b>	<b>-338.405</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>59.280.852</b>	<b>68.965.808</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>10.726.804,048</b>	<b>12.821.141,309</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,526</b>	<b>5,379</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>843.214,388</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>2.937.551,649</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
BTP 08/01.02.2011 3,75%	EUR	10.475.000,00	10.829.055	18,026
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	6.995.000,00	7.350.696	12,236
CCT 02/01.10.2009	EUR	6.588.000,00	6.600.188	10,986
CCT 07/01.03.2014	EUR	5.629.000,00	5.528.241	9,202
CCT 07/01.12.2014	EUR	5.559.000,00	5.438.370	9,052
CCT 05/01.11.2012	EUR	3.559.000,00	3.536.222	5,886
BTAN 04/12.07.2010 2,50%	EUR	3.402.000,00	3.457.963	5,756
CCT 04/01.11.2011	EUR	3.131.000,00	3.131.313	5,212
BOT 09/31.07.2009	EUR	1.690.000,00	1.678.445	2,794
BOT 09/31.08.2009	EUR	1.501.000,00	1.492.649	2,485
BTP 08/01.09.2011 4,25%	EUR	1.288.000,00	1.349.566	2,246
VENETO BANCA 04/12.11.2014 FRN	EUR	1.590.000,00	1.226.338	2,041
BOT 09/30.11.2009	EUR	900.000,00	896.325	1,492
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	900.000,00	809.928	1,348
BANCA ITALEASE 05/30.11.2012	EUR	900.000,00	530.027	0,882
CREDIT AGRICOLE(LND)08/09.09.2010 FRN	EUR	450.000,00	451.913	0,752
CASSA RISP.FIRENZE 06/21.12.2009 FRN	EUR	400.000,00	397.561	0,662
BELGIUM 05/28.03.2010 3%	EUR	345.000,00	350.313	0,583
UNICREDITO 06/20.09.2016 FRN	EUR	400.000,00	349.596	0,582
BTP 07/01.03.2010 4%	EUR	300.000,00	306.045	0,509
HELLENIC REP. 05/20.04.2010 3,10%	EUR	245.000,00	248.308	0,413
HELLENIC REP. 08/11.04.2016 FRN	EUR	220.000,00	207.293	0,345
BANCO POP.VR.NO. 05/10.03.2010 FRN	EUR	200.000,00	197.823	0,329
CASSA RISP.FIRENZE 03/05.12.2013 FRN	EUR	200.000,00	170.376	0,284
INTESA SANPAOLO 08/28.04.2011 5%	EUR	150.000,00	156.326	0,260
PORTUGUESE GOVT 00/20.05.2010 5,85%	EUR	145.000,00	150.960	0,251
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	100.000,00	104.034	0,173
BOT 09/15.04.2010	EUR	50.000,00	49.484	0,082
BOT 08/14.08.2009	EUR	30.000,00	28.870	0,048
BOT 09/30.10.2009	EUR	15.000,00	14.943	0,025
CCT 04/01.05.2011	EUR	10.000,00	10.017	0,017
BOT 09/31.12.2009	EUR	5.000,00	4.979	0,008
BTP 99/01.11.2009 4,25%	EUR	1.000,00	1.011	0,002
CCT 02/01.08.2009	EUR	1.000,00	1.001	0,002
BOT 09/15.07.2009	EUR	1.000,00	998	0,002

## **INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO**

L'attività di gestione del fondo si è basata essenzialmente su scelte riguardanti la sopra/sottoesposizione del rischio tasso e, conseguentemente del livello di duration del portafoglio, nei confronti del benchmark di riferimento.

Durante il primo periodo dell'anno l'esposizione al rischio tasso è stata mantenuta su valori inferiori al benchmark di riferimento, in particolar modo nella seconda metà del mese di gennaio, in occasione del periodo caratterizzato da forti nuove emissioni sia di carta sia governativa che corporate, oltre che ad un significativo allargamento degli spread tra i bond dei vari paesi dell'area euro.

Tra la fine del mese di gennaio ed il mese di aprile la duration del fondo è stata riportata su valori prossimi a quelli del benchmark e l'attività di gestione ha assunto un aspetto maggiormente opportunistico, cercando di cogliere in maniera favorevole la volatilità delle quotazioni. A partire dal mese di maggio, nel corso della fase di risalita dei rendimenti, abbiamo provveduto ad incrementare l'esposizione del fondo sino a portarla nuovamente su livelli superiori anche del 15% rispetto alla duration del benchmark.

Nel corso dell'ultimo mese, approfittando della fase di recupero delle quotazioni dei bond governativi abbiamo provveduto a ridurre la duration del fondo, allineandola nuovamente con il benchmark di riferimento.

L'attività di gestione ha inoltre riguardato arbitraggi tra segmenti di curva, in particolare con soprappeso del tratto decennale e del tratto trentennale e conseguente sottopeso della parte centrale della curva.

Per quanto riguarda il posizionamento geografico del portafoglio abbiamo mantenuto un soprappeso dell'emittente "Italia" a svantaggio degli emittenti "non-core" dell'area euro. E' stata inoltre posta in essere un'attività di trading su contratti future.

L'esposizione ai titoli corporate è stata mantenuta su valori attorno al 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 2009 pari a 1.77% rispetto a 1.25% del benchmark.

Il benchmark di riferimento è il JP MORGAN EMU BOND.

L'attività di gestione ha consentito sia il recupero dell'intero carico commissionale gravante sul fondo, sia la realizzazione di un extrarendimento significativo.

L'andamento della quota ha seguito l'andamento dell'indice di riferimento, anche se con una volatilità più ridotta. Durante il mese di gennaio, in concomitanza con l'andamento negativo del mercato obbligazionario, la performance da inizio anno ha assunto valori negativi leggermente superiori all'1,50%. Il ritorno del fondo è prontamente tornato su valori positivi a partire da inizio febbraio, grazie al recupero del mercato di riferimento, per giungere su valori di performance positiva attorno a +1.80% a fine aprile. Durante il mese di maggio una nuova fase negativa di mercato ha portato la performance da inizio anno su valori prossimi allo zero, mentre il buon andamento delle quotazioni durante il mese di giugno ha portato il fondo a chiudere il periodo con un +1.77%, in prossimità dei massimi dell'anno.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>24.060.987</b>	<b>88,890</b>	<b>32.304.085</b>	<b>96,128</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	24.060.987	88,890	32.304.085	96,128
<b>A1.1</b> titoli di Stato	21.481.039	79,359	29.418.151	87,541
<b>A1.2</b> altri	2.579.948	9,531	2.885.934	8,587
<b>A2.</b> Titoli di capitale				
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>256.634</b>	<b>0,948</b>	<b>252.756</b>	<b>0,752</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito	256.634	0,948	252.756	0,752
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>6.398.308</b>	<b>23,637</b>	<b>499.490</b>	<b>1,486</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>-4.031.167</b>	<b>-14,892</b>	<b>61.856</b>	<b>0,185</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	61.784	0,228	52.822	0,157
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	106.842	0,394	12.700	0,038
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-4.199.793	-15,514	-3.666	-0,010
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>383.289</b>	<b>1,417</b>	<b>486.978</b>	<b>1,449</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	383.289	1,417	486.978	1,449
<b>G2.</b> Risparmio di imposta				
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>27.068.051</b>	<b>100,000</b>	<b>33.605.165</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		<b>-4.750</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-141.093</b>	<b>-32.198</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		-32.198
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-117.265</b>	<b>-319.806</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-42.770	-37.483
N2. Debiti di imposta	-74.495	-282.246
N3. Altre		-77
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-258.358</b>	<b>-356.754</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>26.809.693</b>	<b>33.248.411</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>4.705.805,585</b>	<b>5.939.303,332</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,697</b>	<b>5,598</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>226.287,693</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>1.459.785,440</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
BTP 08/15.12.2013 3,75%	EUR	3.100.000,00	3.180.600	11,750
BTP 08/15.04.2013 4,25%	EUR	2.900.000,00	3.038.475	11,225
DEUTSCHLAND REP. 03/04.07.2034 4,75%	EUR	2.200.000,00	2.342.890	8,656
BTP 08/01.08.2018 4,50%	EUR	1.500.000,00	1.538.100	5,682
DEUTSCHLAND REP. 08/04.07.2018 4,25%	EUR	1.290.000,00	1.387.395	5,126
BTP 09/01.03.2012 3%	EUR	1.200.000,00	1.221.120	4,511
FRANCE O.A.T. 05/25.04.2016 3,25%	EUR	1.000.000,00	1.003.950	3,709
BTP 05/01.02.2037 4%	EUR	1.100.000,00	914.760	3,379
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	850.000,00	893.223	3,300
BTP 07/01.02.2018 4,50%	EUR	795.000,00	823.103	3,041
BTP 03/01.08.2034 5%	EUR	750.000,00	730.575	2,699
FRANCE O.A.T. 06/25.10.2017 4,25%	EUR	600.000,00	630.870	2,331
DEUTSCHLAND REP.98/04.01.2028 5,625%S.98	EUR	500.000,00	585.000	2,161
BTP 99/01.05.2031 6%	EUR	510.000,00	556.053	2,054
BOT 09/30.09.2009	EUR	500.000,00	497.712	1,839
B.I.R.S./IBRD 09/20.05.2019 3,875%	EUR	500.000,00	493.680	1,824
FRANCE O.A.T. 97/25.04.2029 5,50%	EUR	425.000,00	488.070	1,803
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	500.000,00	449.960	1,662
DEUTSCHLAND REP. 07/04.01.2018 4%	EUR	370.000,00	390.535	1,443
UNICREDITO 06/20.09.2016 FRN	EUR	400.000,00	349.596	1,292
BANCA DELLE MARCHE 08/17.03.2010 FRN	EUR	350.000,00	348.796	1,289
BANCO POP.VR.NO. 05/10.03.2010 FRN	EUR	300.000,00	296.735	1,096
BANCO POP.VR.NO. 05/28.09.2012 FRN	EUR	300.000,00	282.279	1,043
CASSA RISP.FORLI 05/10.06.2015 FRN	EUR	300.000,00	256.634	0,948
MONTE PASCHI SIENA 09/30.04.2014 4,75%	EUR	250.000,00	254.868	0,942
DEUTSCHLAND REP.04/04.01.2015 3,75% S.04	EUR	212.000,00	223.162	0,824
ISRAEL 05/12.10.2015 3,75%	EUR	125.000,00	124.219	0,459
BTP 02/01.02.2033 5,75%	EUR	100.000,00	106.060	0,392
BTP 08/01.09.2011 4,25%	EUR	100.000,00	104.780	0,387
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	100.000,00	104.034	0,384
DEUTSCHLAND REP. 03/04.07.2013 3,75%	EUR	95.000,00	100.121	0,370
DEUTSCHLAND REP.03/04.01.2014 4,25%S0303	EUR	81.000,00	87.103	0,322
FRANCE O.A.T. 01/25.04.2012 5%	EUR	75.000,00	81.338	0,300
DEUTSCHLAND REP. 00/04.07.2010 5,25%	EUR	65.000,00	67.824	0,251
BTP 07/15.04.2012 4%	EUR	50.000,00	52.218	0,193
FRANCE O.A.T. 07/25.10.2018 4,25%	EUR	50.000,00	52.218	0,193
DEUTSCHLAND REP. 06/04.01.2017 3,75%	EUR	50.000,00	52.008	0,192
DEUTSCHLAND REP.04/04.07.2014 4,25% S.04	EUR	44.000,00	47.452	0,175
BTP 04/01.08.2014 4,25%	EUR	40.000,00	41.836	0,155
DEUTSCHLAND REP. 02/04.07.2012 5%	EUR	36.000,00	39.175	0,145
BTP 04/01.02.2015 4,25%	EUR	23.000,00	24.040	0,089
FRANCE O.A.T. 01/25.10.2012 4,75%	EUR	15.000,00	16.233	0,060
DEUTSCHLAND REP. 02/04.01.2012 5%	EUR	15.000,00	16.204	0,060
BTP 98/01.11.2029 5,25%	EUR	10.000,00	10.132	0,037
DEUTSCHLAND REP. 01/04.07.2011 5%	EUR	7.000,00	7.488	0,028
CCT 02/01.07.2009	EUR	5.000,00	5.000	0,018

## **INTRA FLESSIBILE**

Nei primi mesi dell'anno è stata adottata un'impostazione fortemente ribassista con posizioni corte sul Dax intorno 50%, che hanno fatto sì che il fondo si trovasse alla vigilia del "bear market rally" iniziato il 10 marzo con una performance positiva di circa l'11%. Tale impostazione ribassista è però stata mantenuta, sia pur in modo meno pronunciato in termini di esposizione percentuale, e pertanto il fondo non è riuscito a cogliere, se non in minima parte, l'inversione forte e molto veloce che ha portato i mercati azionari ai primi di giugno in prossimità dei valori di inizio anno. Al corto strutturale si è affiancata un'intensa attività di trading intraday che ha permesso di contenere in parte le perdite derivanti dal corto strutturale durante il bear market rally.

Da inizio giugno si è impostata una strategia gestionale di tipo differente, maggiormente articolata, basata sulla tecnica hedge "market neutral" implementata gradualmente sino ad arrivare con la fine di giugno, ad un'implementazione pari a circa il 70% del fondo; in aggiunta è stata attuata una moderata componente di trading.

La strategia "Market Neutral" si basa sulla capacità del portafoglio modello di battere nel medio periodo gli indici di riferimento selezionati. Questo consente di creare alpha con una esposizione azionaria neutra, vendendo allo scoperto l'indice scelto in ugual misura rispetto all'esposizione azionaria assunta con il portafoglio modello in-house. Il portafoglio implementato verso fine semestre è un portafoglio con beta pari a 0.98 quindi il prodotto risulta essere sostanzialmente beta zero.

Entrambe le tecniche hanno performato positivamente, consentendo di recuperare le perdite derivanti dall'attività di posizionamento strategico short sui future.

Quest'impostazione verrà applicata nel corso del secondo semestre in attesa di un quadro congiunturale più chiaro, quando sarà possibile implementare portafogli a basso o alto beta al fine di aumentare le leve a disposizione per creare alpha, accompagnata a posizioni strategiche su future moderatamente lunghe o corte.

Il fondo ha conseguito nel Primo semestre 2009 un risultato positivo pari a 3.48%, inferiore al parametro di riferimento che ha fatto segnare nello stesso periodo un risultato pari al 1.37%. La performance è stata ottenuta sia dall'attività long/short su dax dei primi quattro mesi, sia nelle ultime settimane dall'applicazione della nuova metodologia di gestione.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA FLESSIBILE

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>5.980.174</b>	<b>97,224</b>	<b>6.993.379</b>	<b>94,565</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	1.871.643	30,428	6.993.379	94,565
<b>A1.1</b> titoli di Stato	1.871.643	30,428	6.706.563	90,687
<b>A1.2</b> altri			286.816	3,878
<b>A2.</b> Titoli di capitale	4.108.531	66,796		
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1.</b> Titoli di debito				
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>137.446</b>	<b>2,234</b>	<b>286.605</b>	<b>3,875</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	815.696	13,263	336.364	4,549
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	889.410	14,459	3.437	0,045
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.567.660	-25,488	-53.196	-0,719
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>33.309</b>	<b>0,542</b>	<b>115.316</b>	<b>1,560</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	33.309	0,542	115.316	1,560
<b>G2.</b> Risparmio di imposta				
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>6.150.929</b>	<b>100,000</b>	<b>7.395.300</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-150</b>	<b>-50</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-52.318</b>	<b>-2.993</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		-2.993
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-67.277</b>	<b>-294.820</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-34.626	-138.945
N2. Debiti di imposta	-32.628	-155.143
N3. Altre	-23	-732
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-119.745</b>	<b>-297.863</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>6.031.184</b>	<b>7.097.437</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>994.090,467</b>	<b>1.210.514,222</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>6,067</b>	<b>5,863</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>233.404,918</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>449.828,673</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
BOT 08/15.10.2009	EUR	960.000,00	937.953	15,249
BOT 09/31.07.2009	EUR	300.000,00	297.961	4,844
BOT 08/15.12.2009	EUR	300.000,00	294.809	4,793
TELEFONICA DE ESPANA SA	EUR	18.137,00	292.368	4,753
BANCO SANTANDER SA	EUR	34.127,00	292.127	4,749
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EUR	99.929,00	279.102	4,538
UNICREDIT - ORD.	EUR	149.918,00	269.103	4,375
ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	EUR	10.025,00	258.044	4,195
ENI - ORD.	EUR	15.115,00	254.688	4,141
GENERALI ASS. - ORD.	EUR	16.514,00	244.572	3,976
RWE A.G.	EUR	3.867,00	216.900	3,526
VALLOUREC SA	EUR	2.212,00	191.404	3,112
SANOFI-AVENTIS SA	EUR	4.464,00	186.908	3,039
MAPFRE SA	EUR	79.266,00	183.897	2,990
MEDIOBANCA - ORD.	EUR	21.342,00	181.087	2,944
PUBLICIS GROUPE SA	EUR	7.636,00	165.930	2,698
BOT 08/15.09.2009	EUR	150.000,00	144.919	2,356
SAP AG	EUR	4.381,00	125.603	2,042
LAFARGE SA	EUR	2.520,00	121.590	1,977
BOT 09/31.08.2009	EUR	100.000,00	99.447	1,617
K+S AG	EUR	2.108,00	84.383	1,372
ESSILOR INTERNATIONAL SA	EUR	2.454,00	83.387	1,356
TOTAL SA	EUR	2.125,00	81.770	1,329
BOT 09/30.11.2009	EUR	80.000,00	79.673	1,295
KONINKLIJKE KPN NV	EUR	6.448,00	63.184	1,027
SODEXO	EUR	1.721,00	62.971	1,024
NOKIAN RENKAAT OYJ	EUR	4.129,00	55.329	0,900
HEINEKEN HOLDING NV	EUR	1.826,00	41.341	0,672
VINCI S.A.	EUR	1.279,00	40.909	0,665
NOKIA OYJ	EUR	3.878,00	40.486	0,658
BAYER AG	EUR	945,00	36.118	0,587
INTESA SANPAOLO - ORD.	EUR	15.651,00	35.919	0,584
ARCELORMITTAL	EUR	1.452,00	33.962	0,552
UNILEVER NV - CVA	EUR	1.942,00	33.334	0,542
LVMH-MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA	EUR	574,00	31.226	0,508
ALSTOM SA	EUR	670,00	28.177	0,458
L OREAL SA	EUR	469,00	24.986	0,406
BNP PARIBAS SA	EUR	515,00	23.819	0,387
SCHNEIDER ELECTRIC SA	EUR	411,00	22.317	0,363
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA	EUR	677,00	21.590	0,351
CCT 02/01.08.2009	EUR	10.000,00	10.009	0,163
BTP 05/15.01.2010 3%	EUR	1.000,00	1.011	0,016
BTAN 03/12.07.2009 3,50%	EUR	1.000,00	1.001	0,016
BOT 09/30.09.2009	EUR	1.000,00	995	0,016
BOT 09/15.01.2010	EUR	1.000,00	987	0,016
BOT 08/16.11.2009	EUR	1.000,00	981	0,016
BOT 08/15.07.2009	EUR	1.000,00	957	0,016
CTZ GE08/31.12.2009 ZCP	EUR	1.000,00	938	0,015

## **INTRA ASSOLUTO**

Nei primi mesi dell'anno il portafoglio è stato investito in titoli di stato a breve per favorire un'attiva operatività in derivati. E' stata adottata un'impostazione fortemente ribassista con posizioni corte sul Dax mediamente intorno al 40-60%, con punte intraday superiori, che hanno fatto sì che il fondo si trovasse alla vigilia del "bear market rally" iniziato il 10 marzo con una performance positiva di circa il 12%. Tale impostazione ribassista è però stata mantenuta anche dopo marzo e pertanto il fondo non è riuscito a cogliere, se non in minima parte, il movimento di inversione che ha riportato i mercati azionari ai valori di inizio anno nei mesi successivi. Al corto strutturale è stata affiancata un'intensa attività di trading intraday, che ha permesso di contenere però solo in parte le perdite derivanti dal corto strutturale durante il bear market rally. A seguito dei risultati non molto soddisfacenti ottenuti l'attività è stata reimpostata: nel corso del mese di maggio l'operatività future è risultata contenuta in attesa di implementare la metodologia di tipo quantitativo, articolata su più strategie, posta in essere con gradualità nella prima decade di giugno e implementata a regime nei giorni successivi.

Tale metodologia, attua un ribilanciamento giornaliero basato su algoritmi di analisi tecnica tramite l'utilizzo di futures su indici azionari. La metodologia è costituita da un mix di diverse strategie che hanno l'obiettivo di generare rendimento positivo indipendentemente dall'andamento del mercato e minimizzare il rapporto rischio/rendimento della performance con particolare attenzione alla gestione del rischio.

Strategicamente si prevede di gestire il fondo nel prossimo semestre con questa nuova impostazione metodologica, peraltro già precedentemente testata su altri prodotti.

Il fondo ha conseguito nel primo semestre 2009 un risultato positivo pari a 2.50%, superiore al parametro di riferimento che ha fatto segnare nello stesso periodo un risultato pari al 2.26%. La performance è stata ottenuta sia dall'attività long/short sul Dax dei primi quattro mesi, sia nelle ultime settimane dall'applicazione della nuova metodologia di gestione.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA ASSOLUTO

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>9.824.626</b>	<b>98,373</b>	<b>9.371.593</b>	<b>80,131</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	9.824.626	98,373	9.371.593	80,131
<b>A1.1</b> titoli di Stato	9.824.626	98,373	8.893.567	76,044
<b>A1.2</b> altri			478.026	4,087
<b>A2.</b> Titoli di capitale				
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1.</b> Titoli di debito				
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>			<b>1.499.465</b>	<b>12,821</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>-9.621</b>	<b>-0,096</b>	<b>599.579</b>	<b>5,127</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	541.669	5,423	1.663.635	14,225
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	28.626	0,286	5.837	0,050
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-579.916	-5,805	-1.069.893	-9,148
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>172.147</b>	<b>1,723</b>	<b>224.657</b>	<b>1,921</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	172.147	1,723	224.657	1,921
<b>G2.</b> Risparmio di imposta				
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>9.987.152</b>	<b>100,000</b>	<b>11.695.294</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-103.852</b>	<b>-200</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		<b>-4.321</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		-4.321
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-72.446</b>	<b>-529.048</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-35.786	-255.750
N2. Debiti di imposta	-36.568	-271.966
N3. Altre	-92	-1.332
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-176.298</b>	<b>-533.569</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>9.810.854</b>	<b>11.161.725</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>1.662.940,668</b>	<b>1.939.263,927</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,900</b>	<b>5,756</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
Quote emesse	<b>319.697,934</b>
Quote rimborsate	<b>596.021,193</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
BOT 09/30.09.2009	EUR	1.500.000,00	1.493.136	14,951
BUNDESSCHATZANW 08/12.03.2010 3%	EUR	1.000.000,00	1.015.450	10,168
BOT 08/16.11.2009	EUR	900.000,00	883.143	8,843
DEUTSCHLAND REP.99/04.07.2009 4,50% S.99	EUR	750.000,00	749.850	7,508
BOT 08/15.12.2009	EUR	750.000,00	737.022	7,380
CCT 02/01.07.2009	EUR	700.000,00	699.825	7,007
BOT 09/31.08.2009	EUR	700.000,00	696.129	6,970
BOT 08/15.09.2009	EUR	700.000,00	676.291	6,772
BOT 09/30.11.2009	EUR	500.000,00	496.266	4,969
CTZ AP08/30.04.2010 ZCP	EUR	500.000,00	473.191	4,738
BOT 09/15.01.2010	EUR	450.000,00	444.183	4,448
BOT 08/15.10.2009	EUR	410.000,00	400.584	4,011
BOT 09/15.02.2010	EUR	400.000,00	395.808	3,963
BOT 08/15.07.2009	EUR	370.000,00	354.262	3,547
BTAN 03/12.07.2009 3,50%	EUR	150.000,00	150.090	1,503
BOT 09/31.07.2009	EUR	100.000,00	99.320	0,994
BOT 08/14.08.2009	EUR	50.000,00	48.117	0,482
CCT 02/01.08.2009	EUR	10.000,00	10.009	0,100
BTP 05/15.01.2010 3%	EUR	1.000,00	1.011	0,010
CTZ GE08/31.12.2009 ZCP	EUR	1.000,00	938	0,009

## **INTRA AZIONARIO AREA EURO**

Il fondo ha modulato la propria esposizione nel corso del primo semestre 2009 tra un soprappeso del 5% ed un sottopeso del 10% dal benchmark di riferimento cercando di sfruttare al meglio le oscillazioni di mercato.

Nei primi mesi dell'anno abbiamo tenuto un approccio di investimento molto prudente come del resto avevamo fatto nel corso del 2008, la volatilità del mercato azionario in piena crisi finanziaria rimaneva molto alta. Nel periodo compreso tra marzo e fine maggio superando le titubanze iniziali abbiamo incrementato gli asset di portafoglio e sfruttato con un intensa attività di trading il deciso movimento rialzista di recupero che l'indice stava attuando fino al ritorno ai livelli di inizio anno posti in area 2500 dell'eurostoxx50. Nel mese di giugno in attesa degli utili societari del secondo trimestre abbiamo preferito discostarci di poco dal benchmark con un piccolo soprappeso.

A livello di paesi si è mantenuto un leggero soprappeso sul mercato italiano diminuendo leggermente il peso sulle altre aree geografiche. L'investimento si è concentrato prevalentemente sulle società a maggior capitalizzazione anche se abbiamo incrementato il peso del segmento mid-small caps in quanto ha mostrato una migliore forza relativa rispetto al 2008.

A livello settoriale abbiamo incrementato le posizioni sul settore alimentare scommettendo sul fatto che le quotazioni raggiunte da questo settore difensivo scontino già ampiamente uno scenario recessivo.

Al fine di ridurre i costi di transazione si è fatto sistematico ricorso all'utilizzo di future su indici di borsa con operatività di trading giornaliero.

L'andamento della quota ha seguito l'andamento dell'indice di riferimento, anche se con una volatilità più ridotta ma con ritorni migliori. Durante il primo trimestre, in concomitanza con l'andamento negativo del mercato azionario, la performance da inizio anno ha assunto valori negativi fino al -13%. Il ritorno del fondo è tornato gradualmente su valori positivi con il recupero degli indici europei, per giungere su valori di performance positiva attorno a 2.87% a fine giugno riuscendo a fare meglio del benchmark dell'1.67%.

Il rendimento netto del fondo, comprensivo di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, è stato nel primo semestre 2009 pari a 2.87% rispetto a 1.21% del benchmark.

Il benchmark di riferimento è: 90% DJ EURO STOXX 50; 10% MTS EX BANKIT BOT.

La sovraperformance rispetto all'indice di riferimento è da imputarsi al buon market timing che abbiamo attuato e alla selezione dei titoli in portafoglio.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA AZIONARIO AREA EURO

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>14.520.441</b>	<b>92,188</b>	<b>14.229.662</b>	<b>87,907</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	10.488.541	66,590	13.084.412	80,832
<b>A1.1</b> titoli di Stato	10.488.541	66,590	13.084.412	80,832
<b>A1.2</b> altri				
<b>A2.</b> Titoli di capitale	4.031.900	25,598	1.145.250	7,075
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1.</b> Titoli di debito				
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>89.323</b>	<b>0,567</b>	<b>410.776</b>	<b>2,538</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	215.307	1,367	196.892	1,217
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	1.267.862	8,049	328.000	2,025
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.393.846	-8,849	-114.116	-0,704
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>1.141.093</b>	<b>7,245</b>	<b>1.546.660</b>	<b>9,555</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	165.641	1,052	322.478	1,993
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	975.452	6,193	1.224.182	7,562
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>15.750.857</b>	<b>100,000</b>	<b>16.187.098</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		<b>-3.500</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-55.842</b>	<b>-9.835</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-55.842	-9.835
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-123.635</b>	<b>-32.713</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-50.927	-32.123
N2. Debiti di imposta	-72.641	
N3. Altre	-67	-590
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-179.477</b>	<b>-46.048</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>15.571.380</b>	<b>16.141.050</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>3.130.568,035</b>	<b>3.338.457,931</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>4,974</b>	<b>4,835</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>372.924,869</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>580.814,765</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
BOT 09/31.08.2009	EUR	1.601.000,00	1.592.113	10,108
BTAN 03/12.07.2009 3,50%	EUR	1.300.000,00	1.300.780	8,258
CCT 02/01.10.2009	EUR	1.182.000,00	1.184.187	7,518
SPANISH GOVT 99/30.07.2009 5,15%	EUR	1.100.000,00	1.103.245	7,004
BOT 09/15.01.2010	EUR	1.000.000,00	987.073	6,267
PARMALAT - ORD.	EUR	408.000,00	701.352	4,453
FINMECCANICA - ORD.	EUR	65.000,00	651.950	4,139
BOT 09/30.11.2009	EUR	600.000,00	597.550	3,794
BOT 09/15.06.2010	EUR	600.000,00	594.085	3,772
BOT 08/14.08.2009	EUR	547.000,00	526.405	3,342
DEA CAPITAL-ORD.	EUR	365.000,00	524.870	3,332
BTP 07/01.03.2010 4%	EUR	510.000,00	520.277	3,303
BTP 99/01.11.2009 4,25%	EUR	450.000,00	455.130	2,890
GEOX - ORD.	EUR	85.000,00	432.225	2,744
UNILEVER NV - CVA	EUR	25.000,00	429.125	2,724
ENI - ORD.	EUR	21.000,00	353.850	2,247
BOT 09/15.07.2009	EUR	350.000,00	349.128	2,217
BOT 09/30.09.2009	EUR	350.000,00	348.398	2,212
DANONE GROUPE SA	EUR	9.880,00	347.578	2,207
MAIRE TECNIMONT - ORD.	EUR	130.000,00	302.250	1,919
BOT 09/15.04.2010	EUR	250.000,00	247.420	1,571
L OREAL SA	EUR	4.000,00	213.100	1,353
BELGIUM 05/28.03.2010 3%	EUR	200.000,00	203.080	1,289
BOT 09/31.12.2009	EUR	200.000,00	199.171	1,265
BOT 09/30.10.2009	EUR	150.000,00	149.425	0,949
BOT 08/15.12.2009	EUR	100.000,00	98.270	0,624
ELICA - ORD.	EUR	60.000,00	75.600	0,480
CCT 04/01.11.2011	EUR	10.000,00	10.001	0,063
CCT 05/01.03.2012	EUR	10.000,00	9.967	0,063
CCT 05/01.11.2012	EUR	10.000,00	9.936	0,063
BOT 08/15.10.2009	EUR	1.000,00	977	0,006
BOT 08/15.09.2009	EUR	1.000,00	966	0,006
BOT 08/15.07.2009	EUR	1.000,00	957	0,006

## **INTRA AZIONARIO INTERNAZIONALE**

L'esposizione azionaria è stata mantenuta strutturalmente sotto benchmark nel corso di quasi tutto il semestre, senza variazioni sensibili, concentrando il sottopeso sull'area Europea; solo nella seconda parte del mese di giugno sono stati effettuati acquisti, riportando l'esposizione su livelli prossimi a quelli previsti dal benchmark. In tal modo sono state riequilibrare anche le esposizioni geografiche.

Limitato il numero delle azioni presenti in portafoglio, anche a causa del ridotto nav e della natura composita del benchmark. Sporadica, ma efficace l'attività di trading effettuata sulla componente azionaria tramite l'utilizzo dei future su Eurostoxx, soprattutto nel corso dei primi mesi.

Dal punto di vista valutario sono stati mantenuti i sottopesi iniziali di Yen e franco svizzero, mentre quello in dollari è stato azzerato già nel corso dei primi mesi dell'anno.

Sul finire del semestre i sottopesi valutari sono stati inizialmente annullati ed è stato posto in essere un soprappeso complessivo di circa 5 punti percentuali, concentrato soprattutto sullo yen giapponese e in parte sul dollaro usa.

Strategicamente si prevede di mantenere intorno al peso previsto dal benchmark l'esposizione azionaria, operando dei sottopesi in caso di strappi al rialzo; si fa presente la difficoltà di operare in soprappeso rispetto al benchmark a causa del credito di imposta ancora presente sul fondo.

Per quanto riguarda le valute si prevede di riportare a peso le esposizioni attualmente sopra benchmark.

Il rendimento netto del fondo, comprensivo di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, è stato nel primo semestre 2009 pari a 4.77% rispetto a 5.92% del benchmark.

Il benchmark di riferimento è: MSCI WORLD.

La sottoperformance del fondo nel corso del primo semestre è da attribuire al mancato recupero delle commissioni e alle perdite risultanti dai titoli azionari finanziari presenti in portafoglio nella prima metà dell'anno. Negativo anche il contributo sulla performance derivante dal sottopeso dello yen, soprattutto nel corso del mese di marzo.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA AZIONARIO INTERNAZIONALE

### 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>6.528.456</b>	<b>83,036</b>	<b>5.459.323</b>	<b>69,002</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	5.713.456	72,670	4.576.356	57,843
<b>A1.1</b> titoli di Stato	5.713.456	72,670	4.576.356	57,843
<b>A1.2</b> altri				
<b>A2.</b> Titoli di capitale			104.217	1,317
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.	815.000	10,366	778.750	9,842
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1.</b> Titoli di debito				
<b>B2.</b> Titoli di capitale				
<b>B3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>803.555</b>	<b>10,221</b>	<b>1.728.370</b>	<b>21,847</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	711.292	9,048	1.602.022	20,250
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	173.902	2,211	186.657	2,359
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-81.639	-1,038	-60.309	-0,762
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>530.168</b>	<b>6,743</b>	<b>724.051</b>	<b>9,151</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	53.508	0,680	64.242	0,812
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	476.642	6,063	654.858	8,277
<b>G3.</b> Altre	18		4.951	0,062
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>7.862.179</b>	<b>100,000</b>	<b>7.911.744</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-15.164</b>	<b>-800</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni,premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>-17.821</b>	<b>-3.993</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-17.821	-3.993
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>-70.116</b>	<b>-19.835</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-16.011	-17.696
N2. Debiti di imposta	-53.901	
N3. Altre	-204	-2.139
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>-103.101</b>	<b>-24.628</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>7.759.078</b>	<b>7.887.116</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>1.829.531,267</b>	<b>1.948.276,884</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>4,241</b>	<b>4,048</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>207.923,370</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>326.668,987</b>

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

<b>Strumenti finanziari</b>	<b>Divisa</b>	<b>Quantità</b>	<b>Controvalore in Euro</b>	<b>% incidenza su attività del Fondo</b>
REP. OF ITALY 00/23.02.2010 1,80%	YEN	143.000.000,00	1.062.506	13,514
US TREASURY 04/15.09.2009 3,375%	USD	1.300.000,00	925.660	11,774
US TREASURY 04/15.08.2009 3,50%	USD	1.150.000,00	816.946	10,391
ISHARES S&P500 INDEXFUND ETF	EUR	125.000,00	815.000	10,366
UK TREASURY 98/07.12.2009 5,75%	LST	580.000,00	695.748	8,849
US TREASURY 05/15.02.2010 3,50%	USD	550.000,00	396.550	5,044
US TREASURY 04/15.07.2009 3,625%	USD	500.000,00	354.213	4,505
CANADA GOVT 99/01.06.2010 5,50%	CAN	450.000,00	289.106	3,677
AUSTRALIAN GOVT 96/15.09.2009 7,50%	AUD	400.000,00	232.442	2,956
BOT 09/30.09.2009	EUR	200.000,00	199.085	2,532
US TREASURY 08/31.01.2010 2,125%	USD	250.000,00	178.627	2,272
BOT 09/30.11.2009	EUR	120.000,00	119.512	1,520
US TREASURY 08/31.03.2010 1,75%	USD	150.000,00	107.147	1,363
BOT 09/31.08.2009	EUR	100.000,00	99.447	1,265
US TREASURY 05/15.04.2010 4%	USD	100.000,00	72.708	0,925
US TREASURY 07/31.10.2009 3,625%	USD	100.000,00	71.525	0,910
BOT 09/15.01.2010	EUR	60.000,00	59.224	0,753
BOT 08/15.10.2009	EUR	10.000,00	9.770	0,124
BOT 08/15.09.2009	EUR	10.000,00	9.661	0,123
BOT 08/15.07.2009	EUR	10.000,00	9.575	0,122
BTP 99/01.11.2009 4,25%	EUR	1.000,00	1.011	0,013
CCT 04/01.11.2011	EUR	1.000,00	1.000	0,013
CCT 05/01.03.2012	EUR	1.000,00	997	0,013
CCT 05/01.11.2012	EUR	1.000,00	994	0,013





***Vegagest***  
*Sgr*

**Vegagest Sgr S.p.A.**  
Corso Porta Reno, 37 • 44121 Ferrara  
Tel: 0532 781011 • Fax: 0532 781025

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