



# Sistema Fondi Intra

**Relazione semestrale al 30.06.2008**

**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 AL 30.06.2008**

### ***Considerazioni generali macro***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Mercato Obbligazionario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nel secondo trimestre invece, in seguito ai progressivi interventi coordinati da parte delle Banche Centrali che hanno steso una sorta di rete di protezione al sistema finanziario, i timori di una crisi sistemica sono fortemente diminuiti e di

conseguenza anche i rispettivi livelli di credit default swap che si sono sostanzialmente quasi dimezzati rispetto ai picchi toccati a marzo

### **Prevedibile evoluzione della gestione obbligazionaria**

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

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

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

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

### **Mercato Azionario**

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

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

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

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

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

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

I mercati dell'Asia hanno evidenziato un andamento negativo in linea con la forte correzione che ha interessato tutti i principali mercati mondiali. L'indice Msci Asia ex Japan realizza nel semestre in valuta locale un risultato pari a -20,74% mentre l'indice Msci Japan realizza un risultato pari a -10,42%. I mercati emergenti dell'area che si erano ben comportati negli anni precedenti con rendimenti a doppia e tripla cifra quali India e Cina hanno registrato le maggiori correzioni di periodo (indice India -33% circa e Cina -47% circa). Nel periodo hanno influito negativamente il rallentamento del ciclo economico, le preoccupazioni per la crisi del settore finanziario e sul finire del semestre l'aumento dei timori inflattivi. La

crescita dei prezzi dei generi alimentari ha avuto un notevole impatto sui paesi emergenti dove i consumi essenziali rappresentano una quota rilevante della spesa delle famiglie. Vi sono state strette creditizie con aumenti dei tassi ufficiali oppure come nel caso della Cina controlli diretti sulle attività delle banche attraverso incrementi delle riserve obbligatorie. I tassi di interesse in Cina sono aumentati ma restano inferiori al tasso di inflazione.

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

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

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

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

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

Inoltre un ulteriore elemento di fiducia è legato al successo che ha caratterizzato ogni aumento di capitale dei finanziari, sia pur pagato a caro prezzo da parte degli azionisti. Se ci si dovesse basare solo su questi elementi un atteggiamento parzialmente prudentiale, 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.

## **INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO BREVE TERMINE**

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 dell'anno 2008 pari al -0,19% 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 INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO BREVE TERMINE

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>74.091.248</b>	<b>98,537</b>	<b>80.123.902</b>	<b>97,052</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	74.091.248	98,537	80.123.902	97,052
<b>A1.1</b> titoli di Stato	67.159.778	89,318	73.330.176	88,823
<b>A1.2</b> altri	6.931.470	9,219	6.793.726	8,229
<b>A2.</b> Titoli di capitale				
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>			<b>744.156</b>	<b>0,901</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito			744.156	0,901
<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>279.152</b>	<b>0,371</b>	<b>645.750</b>	<b>0,782</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	31.250	0,042	1.959.954	2,374
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	273.242	0,363	126.308	0,153
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-25.340	-0,034	-1.440.512	-1,745
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>821.063</b>	<b>1,092</b>	<b>1.044.490</b>	<b>1,265</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	806.376	1,072	1.044.490	1,265
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	14.687	0,020		
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>75.191.463</b>	<b>100,000</b>	<b>82.558.298</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-17.150</b>	<b>-124.013</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>-176.611</b>	<b>-258.673</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-176.611	-258.673
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-60.281</b>	<b>-446.000</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-60.237	-62.330
N2. Debiti di imposta		-383.165
N3. Altre	-44	-505
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-254.042</b>	<b>-828.686</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>74.937.421</b>	<b>81.729.612</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>14.149.196,028</b>	<b>15.404.237,937</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,296</b>	<b>5,306</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>1.501.673,277</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>2.756.715,186</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	13.339.000,00	12.941.496	17,211
CCT 07/01.03.2014	EUR	8.970.000,00	8.835.001	11,750
CCT 07/01.12.2014	EUR	8.900.000,00	8.738.019	11,621
CCT 05/01.11.2012	EUR	8.030.000,00	7.910.353	10,520
BTP 07/15.10.2012 4,25%	EUR	6.995.000,00	6.786.199	9,025
CCT 04/01.11.2011	EUR	4.573.000,00	4.520.410	6,012
BTAN 04/12.07.2010 2,50%	EUR	3.170.000,00	3.037.177	4,039
HELLENIC REP. 06/21.06.2009 3,40%	EUR	3.000.000,00	2.961.150	3,938
BTP 98/01.05.2009 4,50%	EUR	2.608.000,00	2.603.175	3,462
CCT 01/01.09.2008	EUR	2.600.000,00	2.598.830	3,456
VENETO BANCA 04/12.11.2014 FRN	EUR	2.290.000,00	2.265.142	3,012
PORTUGUESE GOVT 04/15.07.2008 3,25%	EUR	2.200.000,00	2.198.790	2,924
BOT 08/15.07.2008 TRIMESTRALE	EUR	2.030.000,00	2.009.572	2,673
HELLENIC REP. 04/20.04.2009 3,50%	EUR	1.550.000,00	1.534.810	2,041
BANCO POP.VR.NO. 04/04.06.2014 FRN	EUR	1.000.000,00	990.379	1,317
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	900.000,00	863.989	1,149
UNICREDITO 06/20.09.2016 FRN	EUR	800.000,00	767.051	1,020
BANCA ITALEASE 05/30.11.2012	EUR	900.000,00	660.195	0,878
CASSA RISP.FIRENZE 06/21.12.2009 FRN	EUR	400.000,00	395.800	0,526
SANPAOLO IMI 01/31.07.2008 5,55%	EUR	296.000,00	296.000	0,394
MONTE PASCHI SIENA 08/20.06.2011 6%	EUR	250.000,00	249.020	0,331
HELLENIC REP. 08/11.04.2016 FRN	EUR	220.000,00	220.411	0,293
BANCO POP.VR.NO. 05/10.03.2010 FRN	EUR	200.000,00	197.929	0,263
INTESA SANPAOLO 08/28.04.2011 5%	EUR	150.000,00	146.943	0,195
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	100.000,00	96.022	0,128
BTP 06/01.02.2009 3%	EUR	90.000,00	89.167	0,119
CTZ GE07/31.12.2008	EUR	95.000,00	87.747	0,117
CTZ GN07/30.06.2009	EUR	50.000,00	45.668	0,061
DEUTSCHLAND REP.98/04.07.2008 4,125% S.98	EUR	21.000,00	20.997	0,028
CCT 04/01.05.2011 TV%	EUR	10.000,00	9.910	0,013
DEUTSCHLAND REP.99/04.01.2009 3,75% S.99	EUR	8.000,00	7.972	0,011
SANPAOLO IMI 01/02.10.2008 5,16%	EUR	3.000,00	3.000	0,004
BOT 08/31.07.2008 4MESI	EUR	1.000,00	986	0,001
BOT 08/31.10.2008 SEMESTRALE	EUR	1.000,00	979	0,001
BOT 07/15.12.2008 ANNUALE	EUR	1.000,00	959	0,001
<b>Totale</b>			<b>74.091.248</b>	

## **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 il portafoglio è stato mantenuto su valori di duration superiori al benchmark, sino a livelli di circa +20%.

Tra la fine del mese di gennaio ed il mese di marzo, in occasione della fase di maggior turbolenza dei mercati finanziari e di forte riduzione dei rendimenti dei bond governativi, la duration è stata progressivamente ridotta sino a giungere a livelli di circa il 10% inferiori al benchmark di riferimento. A partire dal mese di aprile, nel corso della fase di risalita dei rendimenti, abbiamo nuovamente provveduto ad incrementare l'esposizione del fondo sino a portarla nuovamente su livelli superiore del 20% rispetto alla duration del benchmark.

Nel corso dell'ultimo mese l'attività di posizionamento è divenuta più tattica, con l'esposizione al rischio tasso rimasta tra il +10% ed il +20% dei valori del benchmark.

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 più breve della curva. Per quanto riguarda il posizionamento geografico del portafoglio abbiamo mantenuto un soprappeso dell'emittente "Italia" a svantaggio degli emittenti "core". E' stata inoltre posta in essere un'attività di trading su contratti futures ed una attività di vendita di volatilità tramite opzioni su futures.

L'esposizione ai titoli corporate è stata mantenuta attorno al 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 -1,44% rispetto al -0,65% del benchmark di riferimento.

L'attività di gestione non ha consentito il recupero del carico commissionale gravante sul fondo, a causa dell'andamento negativo del mercato e dell'allargamento dello spread pagato dai paesi "non core" dell'area euro, in particolare dall'Italia.

Il rendimento negativo del fondo è causato dall'andamento negativo del mercato di riferimento.

Il benchmark di riferimento è JP MORGAN EMU BOND.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA OBBLIGAZIONARIO EURO

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>32.743.457</b>	<b>96,778</b>	<b>33.700.160</b>	<b>91,449</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	32.743.457	96,778	33.700.160	91,449
<b>A1.1</b> titoli di Stato	29.861.867	88,261	31.552.781	85,622
<b>A1.2</b> altri	2.881.590	8,517	2.147.379	5,827
<b>A2.</b> Titoli di capitale				
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>291.642</b>	<b>0,862</b>	<b>657.514</b>	<b>1,784</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito	291.642	0,862	657.514	1,784
<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>1.797.418</b>	<b>4,878</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>231.260</b>	<b>0,683</b>	<b>182.260</b>	<b>0,496</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	216.176	0,639	1.983.124	5,381
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	48.090	0,142	19.253	0,054
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-33.006	-0,098	-1.820.117	-4,939
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>567.382</b>	<b>1,677</b>	<b>513.570</b>	<b>1,393</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	500.136	1,478	513.570	1,393
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	67.246	0,199		
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>33.833.741</b>	<b>100,000</b>	<b>36.850.922</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-450</b>	<b>-6.854</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>-76.882</b>	<b>-25.431</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-76.882	-25.431
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-35.771</b>	<b>-46.107</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-35.720	-38.096
N2. Debiti di imposta		-7.556
N3. Altre	-51	-455
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-113.103</b>	<b>-78.392</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>33.720.638</b>	<b>36.772.530</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>6.480.992,776</b>	<b>6.966.423,888</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,203</b>	<b>5,279</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL' ESERCIZIO</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>362.175,612</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>847.606,724</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 07/15.10.2012 4,25%	EUR	6.150.000,00	5.966.422	17,635
BTP 08/15.04.2013 4,25%	EUR	4.300.000,00	4.155.520	12,282
BOT 08/30.09.2008	EUR	2.500.000,00	2.443.529	7,222
BTP 05/01.02.2037 4%	EUR	2.900.000,00	2.312.460	6,835
DEUTSCHLAND REP. 03/04.07.2034 4,75%	EUR	2.350.000,00	2.289.488	6,767
BTP 08/01.02.2011 3,75%	EUR	2.080.000,00	2.018.016	5,965
BTP 07/01.02.2018 4,50%	EUR	2.110.000,00	2.013.784	5,952
BOT 08/31.10.2008 SEMESTRALE	EUR	1.340.000,00	1.311.279	3,876
DEUTSCHLAND REP. 07/04.01.2018 4%	EUR	1.320.000,00	1.259.676	3,723
DEUTSCHLAND REP. 08/04.07.2018 4,25%	EUR	1.290.000,00	1.251.558	3,699
FRANCE O.A.T. 04/25.04.2015 3,50%	EUR	1.270.000,00	1.178.751	3,484
BTP 03/01.08.2034 5%	EUR	750.000,00	709.125	2,096
BTP 99/01.05.2031 6%	EUR	550.000,00	592.487	1,751
DEUTSCHLAND REP.98/04.01.2028 5,625% S.98	EUR	500.000,00	540.800	1,598
BANCA POP. MILANO 08/15.02.2010 FRN	EUR	500.000,00	500.365	1,479
BANCO POP.VR.NO. 05/28.09.2012 FRN	EUR	500.000,00	484.276	1,431
MEDIOBANCA 06/11.10.2016 FRN	EUR	500.000,00	479.994	1,419
FRANCE O.A.T. 97/25.04.2029 5,50%	EUR	425.000,00	450.585	1,332
UNICREDITO 06/20.09.2016 FRN	EUR	400.000,00	383.525	1,134
BANCA DELLE MARCHE 08/17.03.2010 FRN	EUR	350.000,00	348.863	1,031
BANCO POP.VR.NO. 05/10.03.2010 FRN	EUR	300.000,00	296.893	0,878
CASSA RISP.FORLI 05/10.06.2015 FRN	EUR	300.000,00	291.642	0,862
MONTE PASCHI SIENA 07/25.10.2012 5%	EUR	300.000,00	288.066	0,851
DEUTSCHLAND REP.04/04.01.2015 3,75% S.04	EUR	212.000,00	201.591	0,596
BTP 07/15.04.2012 4%	EUR	200.000,00	193.050	0,571
BOT 08/30.09.2008 SEMESTRALE	EUR	193.000,00	188.919	0,558
ISRAEL 05/12.10.2015 3,75%	EUR	125.000,00	109.844	0,325
BTP 02/01.02.2033 5,75%	EUR	100.000,00	104.675	0,309
MONTE PASCHI SIENA 08/20.06.2011 6%	EUR	100.000,00	99.608	0,294
DEUTSCHLAND REP. 03/04.07.2013 3,75%	EUR	95.000,00	91.338	0,270
DEUTSCHLAND REP.03/04.01.2014 4,25%S0303	EUR	81.000,00	79.506	0,235
FRANCE O.A.T. 01/25.04.2012 5%	EUR	75.000,00	75.491	0,223
DEUTSCHLAND REP. 00/04.07.2010 5,25%	EUR	65.000,00	65.754	0,194
DEUTSCHLAND REP. 06/04.01.2017 3,75%	EUR	50.000,00	46.985	0,139
DEUTSCHLAND REP.04/04.07.2014 4,25% S.04	EUR	44.000,00	43.120	0,127
BTP 04/01.08.2014 4,25%	EUR	40.000,00	38.500	0,114
DEUTSCHLAND REP. 02/04.07.2012 5%	EUR	36.000,00	36.369	0,107
BTP 04/01.02.2015 4,25%	EUR	23.000,00	22.033	0,065
DEUTSCHLAND REP. 02/04.01.2012 5%	EUR	15.000,00	15.143	0,045
FRANCE O.A.T. 01/25.10.2012 4,75%	EUR	15.000,00	14.966	0,044
BTP 98/01.05.2009 4,50%	EUR	10.000,00	9.982	0,030
BTP 98/01.11.2029 5,25%	EUR	10.000,00	9.820	0,029
CTZ GE07/31.12.2008 ZCP	EUR	10.000,00	9.236	0,027
DEUTSCHLAND REP. 01/04.07.2011 5%	EUR	7.000,00	7.065	0,021
CCT 02/01.07.2009	EUR	5.000,00	5.000	0,015
<b>Totale</b>			<b>33.035.099</b>	

## **INTRA FLESSIBILE**

L'attività di gestione del fondo ha mirato alla ricerca delle migliori opportunità di investimento che nel periodo fossero in grado di generare ritorni positivi per l'investitore.

L'operatività si è concentrata particolarmente sull'attività in strumenti derivati, mentre la liquidità del fondo è stata investita principalmente in titoli di Stato a breve termine.

La scelta strategica principale attuata nel periodo ha riguardato l'adozione, tramite strumenti derivati, di posizioni con beta negativo nei confronti del mercato azionario; posizioni in grado, cioè, di generare profitti in caso di discesa dei principali indici azionari europei. L'esposizione negativa al mercato equity è stata sostanzialmente mantenuta durante quasi tutto il periodo ed è stata gestita tatticamente ampliando o diminuendo l'esposizione in relazione ai livelli raggiunti dalle quotazioni.

L'esposizione al rischio tasso, anch'essa costruita tramite strumenti derivati, è stata utilizzata principalmente accumulando duration nella fase di discesa delle quotazioni, con obiettivi di breve periodo.

Sono state inoltre aperte alcune posizioni tattiche sui cambi, principalmente su Dollari Usa, Sterline e Yen, che attualmente risultano sostanzialmente chiuse.

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 2,27% rispetto al 2,26% dell'obiettivo di rendimento.

L'attività di gestione ha consentito il recupero completo del carico commissionale gravante sul fondo e di ottenere un rendimento positivo per il sottoscrittore, superiore anche al parametro di riferimento.

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

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA FLESSIBILE

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>6.793.516</b>	<b>91,830</b>	<b>8.061.983</b>	<b>91,931</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	6.731.064	90,986	6.014.569	68,584
<b>A1.1</b> titoli di Stato	6.450.267	87,190	5.542.064	63,196
<b>A1.2</b> altri	280.797	3,796	472.505	5,388
<b>A2.</b> Titoli di capitale	62.452	0,844	2.047.414	23,347
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>			<b>487.905</b>	<b>5,563</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito			487.905	5,563
<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>483.985</b>	<b>6,542</b>	<b>32.315</b>	<b>0,369</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	902.112	12,194	56.815	0,648
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	102.936	1,391	855.651	9,757
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-521.063	-7,043	-880.151	-10,036
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>120.422</b>	<b>1,628</b>	<b>187.369</b>	<b>2,137</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	120.422	1,628	136.262	1,554
<b>G2.</b> Risparmio di imposta			49.200	0,561
<b>G3.</b> Altre			1.907	0,022
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>7.397.923</b>	<b>100,000</b>	<b>8.769.572</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-250</b>	<b>-19.487</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>-46.801</b>	<b>-23.769</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-46.801	-23.769
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-43.066</b>	<b>-19.514</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-16.656	-16.465
N2. Debiti di imposta	-25.782	
N3. Altre	-628	-3.049
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-90.117</b>	<b>-62.770</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>7.307.806</b>	<b>8.706.802</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>1.410.572,950</b>	<b>1.718.841,875</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,181</b>	<b>5,066</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>38.872,968</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>347.141,893</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>
BUNDESSCHATZANW 06/12.12.2008 3,75%	EUR	1.300.000,00	1.295.580	17,513
BTP 06/01.02.2009 3%	EUR	1.270.000,00	1.258.252	17,008
BOT 08/31.07.2008 SEMESTRALE	EUR	1.200.000,00	1.176.975	15,910
BTAN 02/12.07.2008 3%	EUR	500.000,00	499.675	6,754
BOT 08/30.09.2008 SEMESTRALE	EUR	500.000,00	489.427	6,616
BOT 07/15.09.2008 ANNUALE	EUR	500.000,00	480.108	6,490
BOT 08/16.02.2009 ANNUALE	EUR	500.000,00	479.860	6,486
BOT 08/29.08.2008 SEMESTRALE	EUR	400.000,00	392.059	5,300
CASSA DD E PP 05/26.10.2015 FRN	EUR	300.000,00	280.797	3,796
BOT 07/14.11.2008 ANNUALE	EUR	200.000,00	191.888	2,594
D AMICO INTERNATIONAL SHIPPING SA	EUR	26.000,00	62.452	0,844
CCT 03/01.12.2010	EUR	50.000,00	49.655	0,671
BTP 05/15.06.2010 2,75%	EUR	50.000,00	48.048	0,649
CCT 03/01.06.2010	EUR	40.000,00	39.780	0,538
CCT 02/01.08.2009	EUR	10.000,00	9.991	0,135
CCT 05/01.03.2012	EUR	10.000,00	9.897	0,134
CCT 04/01.11.2011	EUR	10.000,00	9.885	0,134
BOT 07/15.10.2008 ANNUALE	EUR	10.000,00	9.599	0,130
BOT 08/15.01.2009 ANNUALE	EUR	10.000,00	9.588	0,130
<b>Totale</b>			<b>6.793.516</b>	

## **INTRA ASSOLUTO**

L'attività di gestione del fondo ha mirato alla ricerca delle migliori opportunità di investimento che nel periodo fossero in grado di generare ritorni positivi per l'investitore.

L'operatività si è concentrata particolarmente sull'attività in strumenti derivati, mentre la liquidità del fondo è stata investita principalmente in titoli di Stato a breve termine.

La scelta strategica principale attuata nel periodo ha riguardato l'adozione, tramite strumenti derivati, di posizioni con beta negativo nei confronti del mercato azionario; posizioni in grado, cioè, di generare profitti in caso di discesa dei principali indici azionari europei. L'esposizione negativa al mercato equity è stata sostanzialmente mantenuta durante quasi tutto il periodo ed è stata gestita tatticamente ampliando o diminuendo l'esposizione in relazione ai livelli raggiunti dalle quotazioni.

L'esposizione al rischio tasso, anch'essa costruita tramite strumenti derivati, è stata utilizzata principalmente accumulando duration nelle fasi di discesa delle quotazioni, con obiettivi di breve periodo.

Sono state inoltre aperte alcune posizioni tattiche sui cambi, principalmente su Dollari Usa, Sterline e Yen, che attualmente risultano sostanzialmente chiuse.

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 3,19% rispetto al 3,17% dell'obiettivo di rendimento.

L'attività di gestione ha consentito il recupero completo del carico commissionale gravante sul fondo e di ottenere un rendimento positivo per il sottoscrittore, superiore anche al parametro di riferimento.

L'obiettivo di rendimento è JP MORGAN EMU CASH 3 MESI + 2%.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA ASSOLUTO

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>12.297.063</b>	<b>94,371</b>	<b>16.753.666</b>	<b>89,071</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	12.128.923	93,081	10.678.000	56,770
<b>A1.1</b> titoli di Stato	11.660.928	89,489	10.193.950	54,197
<b>A1.2</b> altri	467.995	3,592	484.050	2,573
<b>A2.</b> Titoli di capitale	168.140	1,290	6.075.666	32,301
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>			<b>166.433</b>	<b>0,885</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito			166.433	0,885
<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>455.487</b>	<b>3,495</b>	<b>1.430.806</b>	<b>7,607</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	2.530.190	19,417	252.416	1,342
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	217.896	1,672	4.711.244	25,048
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-2.292.599	-17,594	-3.532.854	-18,783
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>278.026</b>	<b>2,134</b>	<b>458.375</b>	<b>2,437</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	278.026	2,134	212.741	1,131
<b>G2.</b> Risparmio di imposta			235.827	1,254
<b>G3.</b> Altre			9.807	0,052
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>13.030.576</b>	<b>100,000</b>	<b>18.809.280</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-1.000</b>	<b>-404.963</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>-41.631</b>	<b>-839.166</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-41.631	-839.166
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-92.372</b>	<b>-46.879</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-33.054	-36.962
N2. Debiti di imposta	-58.494	
N3. Altre	-824	-9.917
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-135.003</b>	<b>-1.291.008</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>12.895.573</b>	<b>17.518.272</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>2.526.228,202</b>	<b>3.541.406,972</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,105</b>	<b>4,947</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>92.608,656</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>1.107.787,426</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 08/29.08.2008 SEMESTRALE	EUR	2.500.000,00	2.450.370	18,805
BOT 08/16.02.2009 ANNUALE	EUR	2.300.000,00	2.207.357	16,940
BUNDESSCHATZANW 06/12.12.2008 3,75%	EUR	2.000.000,00	1.993.200	15,296
BOT 08/15.01.2009 ANNUALE	EUR	1.620.000,00	1.553.219	11,920
BTAN 02/12.07.2008 3%	EUR	1.400.000,00	1.399.090	10,737
CTZ GE07/31.12.2008	EUR	1.500.000,00	1.385.485	10,633
CASSA DD E PP 05/26.10.2015 FRN	EUR	500.000,00	467.995	3,592
BOT 07/15.09.2008 ANNUALE	EUR	250.000,00	240.054	1,842
BOT 07/14.11.2008 ANNUALE	EUR	200.000,00	191.888	1,473
BOT 08/30.09.2008 SEMESTRALE	EUR	185.000,00	181.088	1,390
D AMICO INTERNATIONAL SHIPPING SA	EUR	70.000,00	168.140	1,290
CCT 02/01.08.2009	EUR	10.000,00	9.991	0,077
CCT 03/01.12.2010	EUR	10.000,00	9.931	0,076
BTP 06/01.02.2009 3%	EUR	10.000,00	9.907	0,076
CCT 05/01.03.2012	EUR	10.000,00	9.897	0,076
CCT 05/01.11.2012	EUR	10.000,00	9.851	0,076
BOT 07/15.10.2008 ANNUALE	EUR	10.000,00	9.600	0,074
<b>Totale</b>			<b>12.297.063</b>	

## **INTRA AZIONARIO AREA EURO**

Il fondo ha modulato la propria esposizione nel corso del primo semestre 2008 tra un soprappeso del 10% ed un sottopeso del 15% dal benchmark di riferimento cercando di sfruttare al meglio le oscillazioni di mercato.

In particolare nel periodo compreso tra marzo e fine maggio abbiamo sfruttato con un'intensa attività di trading il movimento laterale che l'indice stava disegnando compreso tra i livelli di supporto in area 3600 e la resistenza posta a 3900. Nel mese di giugno vista la violazione di suddetto supporto abbiamo deciso di attuare una politica più prudente tenendo mediamente un sottopeso tra il 5 ed il 10%.

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 che hanno mostrato una migliore forza relativa rispetto al segmento di mercato rappresentato dalle small-caps.

A livello settoriale le scommesse sono state fatte con un approccio solo di trading di breve periodo con successivo riallineamento al peso settoriale del benchmark.

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

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 -16,61% rispetto al -17,31% del benchmark di riferimento.

La sovraperformance rispetto all'indice di riferimento è da imputarsi al buon market timing che abbiamo attuato. La performance assoluta invece è negativa in quanto legata al mercato azionario europeo che mostra performance fortemente negative nel semestre.

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

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA AZIONARIO AREA EURO

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>19.570.816</b>	<b>93,185</b>	<b>27.003.064</b>	<b>94,403</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	17.293.922	82,344	24.218.950	84,670
<b>A1.1</b> titoli di Stato	17.293.922	82,344	24.218.950	84,670
<b>A1.2</b> altri				
<b>A2.</b> Titoli di capitale	2.276.894	10,841	2.784.114	9,733
<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>459.234</b>	<b>2,187</b>	<b>1.365.974</b>	<b>4,775</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	398.939	1,900	935.974	3,272
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	544.445	2,592	476.800	1,667
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-484.150	-2,305	-46.800	-0,164
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>972.061</b>	<b>4,628</b>	<b>234.955</b>	<b>0,822</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	324.531	1,545	234.955	0,822
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	647.530	3,083		
<b>G3.</b> Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>21.002.111</b>	<b>100,000</b>	<b>28.603.993</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-2.000</b>	<b>-14.000</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>-128.418</b>	<b>-15.434</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-128.418	-15.434
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-41.092</b>	<b>-152.803</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-40.944	-51.613
N2. Debiti di imposta		-100.721
N3. Altre	-148	-469
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-171.510</b>	<b>-182.235</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>20.830.601</b>	<b>28.421.758</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>3.445.069,480</b>	<b>3.920.382,559</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>6,046</b>	<b>7,250</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>375.900,653</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>851.213,732</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 07/15.12.2008 ANNUALE	EUR	2.700.000,00	2.588.836	12,327
BOT 07/15.09.2008 ANNUALE	EUR	2.400.000,00	2.304.519	10,973
BOT 08/15.04.2009 ANNUALE	EUR	2.250.000,00	2.152.760	10,250
BOT 07/14.11.2008 ANNUALE	EUR	2.000.000,00	1.918.876	9,137
BTP 98/01.05.2009 4,50%	EUR	1.800.000,00	1.796.670	8,555
BOT 08/31.10.2008 SEMESTRALE	EUR	1.790.000,00	1.751.634	8,340
BOT 08/30.09.2008 SEMESTRALE	EUR	1.300.000,00	1.272.510	6,059
BANCA POPOLARE DI MILANO - ORD.	EUR	120.000,00	715.200	3,405
BTAN 04/12.01.2009 3,50%	EUR	700.000,00	695.975	3,314
BOT 08/16.03.2009 ANNUALE	EUR	605.000,00	579.465	2,759
CCT 01/01.09.2008	EUR	500.000,00	499.775	2,380
BUNDESSCHATZANW 06/12.09.2008 3,50%	EUR	500.000,00	499.075	2,376
BUNDESSCHATZANW 07/13.03.2009 3,75%	EUR	500.000,00	497.175	2,367
DEA CAPITAL-ORD.	EUR	280.000,00	463.960	2,209
UNICREDIT - ORD.	EUR	105.000,00	408.240	1,944
SAFILO GROUP - ORD.	EUR	270.000,00	379.890	1,809
CTZ GE07/31.12.2008	EUR	410.000,00	378.699	1,803
BOT 08/15.01.2009 ANNUALE	EUR	200.000,00	191.755	0,913
PARMALAT - ORD.	EUR	100.000,00	166.000	0,790
ELICA - ORD.	EUR	60.000,00	106.740	0,508
BOT 08/29.08.2008 SEMESTRALE	EUR	100.000,00	98.015	0,467
AICON - ORD.	EUR	60.000,00	36.864	0,176
BTP 06/01.02.2009 3%	EUR	20.000,00	19.815	0,094
BOT 08/31.07.2008 4MESI	EUR	19.000,00	18.734	0,089
CCT 05/01.03.2012	EUR	10.000,00	9.897	0,047
CCT 04/01.11.2011	EUR	10.000,00	9.885	0,047
CCT 05/01.11.2012	EUR	10.000,00	9.852	0,047
<b>Totale</b>			<b>19.570.816</b>	

## **INTRA AZIONARIO INTERNAZIONALE**

Il peso del fondo è stato tenuto strutturalmente sotto benchmark fino a metà marzo quando si è adottato un atteggiamento maggiormente propenso al rialzo dei mercati. Sempre fino a marzo si è privilegiata come area di investimento quella USA a scapito dell'area Euro.

Di scarso rilievo l'esposizione verso mercati/divise minori. Per un breve periodo a metà semestre si è incrementata l'esposizione verso l'area Asia ex Japan. A partire da fine maggio è stato posto in essere un sottopeso moderato che è stato colmato nel corso della discesa registrata dai mercati a giugno privilegiando però i mercati a maggior beta: in questo modo si è portata in soprappeso l'area euro rispetto a quella americana, anche se l'intenzione strategica di fondo è di privilegiare l'esposizione del mercato americano su quello europeo. Possibile che nel corso dei mesi estivi venga invece ridotto leggermente il peso azionario complessivo del fondo in un'ottica più prudentiale.

A livello settoriale si sono privilegiati temi più difensivi come i settori dei beni di consumo necessario, le utilities o le grandi major petrolifere, mentre si è costantemente tenuto un sottopeso strategico di titoli bancari e assicurativi fino a maggio; successivamente l'attività di stock picking è stata ridotta concentrandosi solo su alcuni temi settoriali, principalmente quello finanziario, sul quale è stato posto in essere verso fine semestre un soprappeso, che si prevede di mantenere anche nel corso dei mesi estivi.

Dal punto di vista valutario sono state progressivamente poste in essere scommesse su sterlina, yen e dollaro Usa per un importo complessivo che ha raggiunto anche il 15%, poi ridotto alla fine del semestre intorno al 12%; probabile la riduzione nei prossimi mesi delle scommesse valutarie su sterlina e yen.

La sottoperformance del fondo è prevalentemente da attribuire alle perdite da trading realizzate in gennaio in un contesto di forte volatilità e discontinuità, al soprappeso strategico di dollari e alla mancanza in portafoglio di small caps che, a sorpresa, hanno registrato una performance migliore delle blue chips.

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 -17,24% rispetto al -14,93% del benchmark di riferimento.

Il benchmark di riferimento è MSCI WORLD IN EURO.

## RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INTRA AZIONARIO INTERNAZIONALE

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2008

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2008		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>9.437.797</b>	<b>92,561</b>	<b>12.991.430</b>	<b>89,448</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	8.386.043	82,246	10.852.979	74,724
<b>A1.1</b> titoli di Stato	8.386.043	82,246	9.575.178	65,926
<b>A1.2</b> altri			1.277.801	8,798
<b>A2.</b> Titoli di capitale	641.954	6,296	2.138.451	14,724
<b>A3.</b> Parti di O.I.C.R.	409.800	4,019		
<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>331.622</b>	<b>3,252</b>	<b>1.278.602</b>	<b>8,804</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	468.114	4,591	1.127.531	7,763
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	158.820	1,557	248.953	1,715
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-295.312	-2,896	-97.882	-0,674
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>426.895</b>	<b>4,187</b>	<b>253.984</b>	<b>1,748</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	88.515	0,868	229.229	1,578
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	337.699	3,312	23.707	0,163
<b>G3.</b> Altre	681	0,007	1.048	0,007
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>10.196.314</b>	<b>100,000</b>	<b>14.524.016</b>	<b>100,000</b>

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	Situazione al 30/06/2008	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>-25.386</b>	<b>-5.250</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>-5.845</b>	<b>-27.209</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	-5.845	-27.209
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ'</b>	<b>-21.895</b>	<b>-32.211</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-20.068	-30.353
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	-1.827	-1.858
<b>TOTALE PASSIVITÀ'</b>	<b>-53.126</b>	<b>-64.670</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>10.143.188</b>	<b>14.459.346</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>1.954.765,318</b>	<b>2.306.076,496</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,189</b>	<b>6,270</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE</b>	
<b>Quote emesse</b>	<b>197.446,231</b>
<b>Quote rimborsate</b>	<b>548.757,409</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>
US TREASURY 05/15.11.2008 4,375%	USD	2.700.000,00	1.727.282	16,940
UK TREASURY 03/07.03.2009 4%	LST	1.100.000,00	1.378.246	13,517
US TREASURY 03/15.09.2008 3,125%	USD	1.630.000,00	1.036.829	10,169
US TREASURY 06/31.12.2008 4,75%	USD	1.300.000,00	835.326	8,192
US TREASURY 06/31.10.2008 4,875%	USD	1.200.000,00	768.394	7,536
REP. OF ITALY 04/20.03.2009 0,65%	YEN	110.000.000,00	660.396	6,477
BOT 07/15.12.2008 ANNUALE	EUR	550.000,00	527.334	5,172
CANADA GOVT 06/01.12.2008 4,25%	CAN	700.000,00	441.375	4,329
LYXOR ETF MSCI AC ASIA	EUR	15.000,00	409.800	4,019
AUSTRALIAN GOVT 95/15.08.2008 8,75%	AUD	600.000,00	367.133	3,601
US TREASURY 05/15.08.2008 4,125%	USD	500.000,00	318.070	3,119
US TREASURY 07/31.01.2009 4,875%	USD	350.000,00	225.572	2,212
GIVAUDAN SA - REGD	FRS	270,00	153.531	1,506
SOCIETE GENERALE SA	EUR	2.000,00	110.580	1,085
UNICREDIT - ORD.	EUR	26.000,00	101.088	0,991
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	LST	33.400,00	90.641	0,889
ALLIANZ SE - REGD	EUR	700,00	78.330	0,768
GENERAL ELECTRIC CO.	USD	4.000,00	67.724	0,664
CANADA GOVT 98/01.06.2009 5,50%	CAN	100.000,00	64.048	0,628
UBS AG - REGD	FRS	3.000,00	40.060	0,393
CCT 05/01.03.2012	EUR	10.000,00	9.897	0,097
CCT 04/01.11.2011	EUR	10.000,00	9.885	0,097
CCT 05/01.11.2012	EUR	10.000,00	9.851	0,097
US TREASURY 98/15.11.2008 4,75%	USD	10.000,00	6.405	0,063
<b>Totale</b>			<b>9.437.797</b>	







**Vegagest**  
*Sgr*

**Vegagest Sgr S.p.A.**  
Corso Porta Reno, 37 • 44100 Ferrara  
Tel: 0532 781011 • Fax: 0532 781025

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