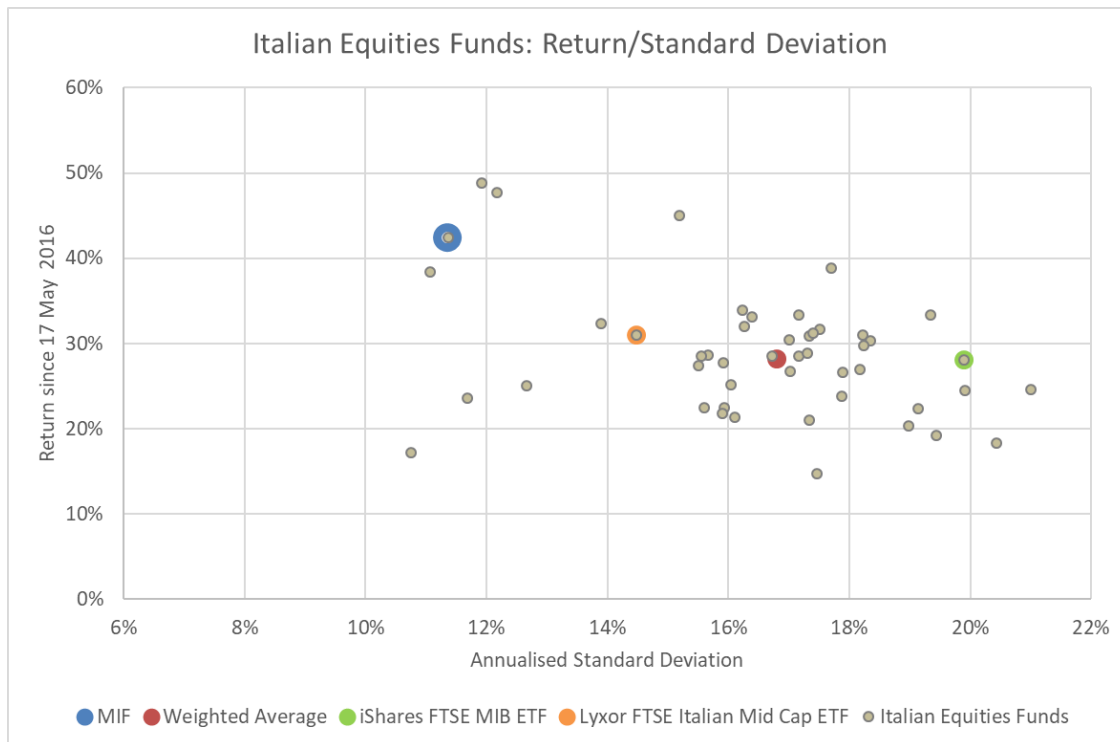


## Lettera agli investitori - Terzo trimestre 2018

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento dell'1,3% nel terzo trimestre del 2018. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è del 42,4%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Durante il trimestre, il MIF ha aumentato il suo vantaggio rispetto all'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dall'avvio del MIF è pari al 28,2%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è ben al di sopra del rendimento del 31,0% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – nonché del 28,1% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una bassa volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è dell'11,4%, rispetto al 16,8% del fondo medio ponderato, il 14,5% dell'ETF Lyxor e il 19,9% dell'ETF iShares.

### Terzo trimestre 2018

Il nostro rendimento dell'1,3% si confronta con un rendimento medio ponderato del -2,2% per l'universo azionario italiano, del -0,9% per l'ETF Lyxor e del -3,8% per l'ETF iShares.

Il Fondo è salito del 3,6% a luglio, ben al di sopra dell'indice FTSE Small Cap e dell'indice MIB del mercato principale. Ma, con la ripresa delle turbolenze politiche, agosto è stato un mese negativo – di nuovo un mese medio negativo per il quarto trimestre consecutivo – con l'indice MIB in calo di quasi il 9% e una rapida salita del rendimento del BTP a 10 anni a 3,2% dal 2,5% di metà luglio. Anche in questo caso il nostro Fondo ha fatto meglio, limitando la sua perdita al -4,3%, davanti anche all'indice Small Cap. Infine, il rendimento di settembre è stato positivo, con il Fondo in rialzo del 2,1%, davanti all'indice Small Cap e leggermente al di sotto dell'indice MIB.

Tra le performance di rilievo del trimestre figurano Gruppo MutuiOnline, in crescita del 18%, e Tamburi Investment Partners, su del 10%. La maggior parte dei titoli rimasti indietro menzionati nelle lettere del primo e secondo trimestre hanno registrato un buon rimbalzo, in particolare Gefran +10%, La Doria +9% e Panaria +7%. Non altrettanto, tuttavia, per Banca Ifis, che ha continuato a scendere – giù del -25% nel trimestre – insieme al resto del settore bancario, e El.En., in calo del -24% nonostante aver riportato buoni risultati.

Il nostro rendimento positivo nel contesto di un mercato azionario in declino ha portato ad una sostanziale riduzione del ritardo accumulato nella prima metà dell'anno. Nei nove mesi fino a settembre, il MIF è sceso del -5,6%, contro il -2,7% del fondo medio ponderato, del -3,2% per l'ETF Lyxor e del -2,8% per l'ETF iShares.

Abbiamo scritto a lungo sul divario accumulato nella prima metà dell'anno nella nostra lettera del [secondo trimestre](#), in cui abbiamo evidenziato la consistente sottoperformance dell'indice FTSE Small Cap rispetto all'indice MIB e all'indice FTSE STAR, e abbiamo argomentato contro l'interpretazione comune che vede questo come un ribilanciamento della sovraperformance delle small cap nel 2017, legata ai PIR. Notiamo qui che nel terzo trimestre l'indice Small Cap è sceso del -3,7%, in linea con il -3,6% dell'indice MIB, mentre il rendimento del MIF è stato leggermente superiore al rendimento dell'1,2% dell'indice STAR. Da inizio anno, il rendimento del MIF è ben al di sopra del -9,3% del rendimento dell'indice Small Cap.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

	Number of companies	% Weight
Producer Manufacturing	9	26.4%
Electronic Technology	4	11.2%
Process Industries	4	11.0%
Consumer Non-Durables	1	3.5%
Commercial Services	5	11.2%
Distribution Services	1	2.3%
Consumer Services	1	3.0%
Technology Services	4	7.7%
Consumer Durables	3	8.8%
Finance	3	6.9%
Communications	1	3.2%
Utilities	1	3.9%
Total	37	99.2%
Cash		0.8%

L'aumento del numero di società in portafoglio è dovuto al numero di IPO a cui abbiamo partecipato durante il trimestre. Si tratta di aziende più piccole che, sfidando le stramberie della politica italiana, hanno deciso di andare avanti con il loro piano di quotazione sul mercato Aim Italia. Ne evidenziamo due:

**Longino & Cardenal** fornisce cibi di alta qualità provenienti da tutto il mondo ai migliori ristoranti in Italia e più recentemente a Dubai e Hong Kong. La società è arrivata sul mercato all'inizio di luglio a 3,6 euro per azione e ha chiuso il trimestre a 4,8 euro. Il suo attuale valore di mercato è di 33 milioni e il flottante è del 22%. Nel 2017 la società ha registrato ricavi per oltre 28 milioni, con un margine di EBIT di circa il 6%. Nel primo semestre di quest'anno i ricavi sono cresciuti del 16% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e l'EBIT è cresciuto del 53%. La società ha raccolto 5 milioni dall'IPO, che sta investendo per finanziare sia la crescita organica – l'espansione del mix di prodotti e la copertura geografica - che la crescita esterna, compresa l'apertura di una filiale a New York City.

**Intred** fornisce servizi di comunicazione a banda larga attraverso una propria rete di fibra ottica di 1700 km, focalizzata nell'area della Lombardia orientale. La società è arrivata sul mercato a metà luglio a 2,3 euro per azione e ha chiuso il trimestre a 3,1 euro. L'attuale valore di mercato è di 49 milioni e il flottante è del 21%. Nel 2017 la società ha registrato ricavi per quasi 15 milioni e un EBIT di 3,5 milioni, con un margine di EBIT del 24%. Nel primo semestre di quest'anno i ricavi sono cresciuti del 20% a 8,3 milioni, con un EBIT di 2,1 milioni e un'ulteriore espansione del margine al 25%. La società ha raccolto 11 milioni dall'IPO, che vengono utilizzati per l'estensione della rete e l'upselling di nuovi servizi ai clienti esistenti.

### **Da A a B – la via italiana**

Il nostro rendimento trimestrale sarebbe stato superiore se non fosse stato per l'ultimo giorno di settembre, quando l'indice MIB ha perso il -3,7% e il nostro Fondo è sceso del -1,9%. Ciò è avvenuto il giorno dopo che il governo italiano ha comunicato la sua previsione di deficit di bilancio per il 2019, uscita al 2,4%, il 50% in più dell'1,6% che il ministro dell'Economia Tria aveva assicurato fino a quel momento.

Questo sgradevole sviluppo ha contrastato con le nostre aspettative, che, come articolato nella nostra [nota](#) del 4 giugno, prevedevano un accettabile compromesso tra le promesse elettorali della coalizione di governo e la necessità di mantenere il rapporto debito pubblico/PIL su un sentiero declinante. Ciò avrebbe evitato un confronto reciprocamente dannoso tra l'Italia e l'UE, determinando una prospettiva positiva per le azioni italiane nella seconda metà dell'anno.

Ci siamo sbagliati. Sfidando quello che, in base alle promesse del ministro Tria, era diventato uno scenario di consenso, il Movimento 5 Stelle, che stava perdendo terreno rispetto al suo partner di coalizione negli ultimi sondaggi, ha imposto un numero di deficit maggiore come mezzo per rafforzare la sua popolarità. La Lega, in modalità di sfida alla UE, ha seguito l'esempio, e il ministro Tria è stato messo da parte. Di conseguenza, un evento che ci aspettavamo portasse a una risoluzione di incertezza ha finito per aumentarla. Ora dovremo aspettare fino alla fine di ottobre, quando la legge di bilancio sarà presentata in Parlamento e in seguito valutata dalla UE e dalle agenzie di rating.

Continuiamo a pensare che alla fine verrà raggiunto un compromesso conciliante: negli affari italiani il percorso da A a B non è mai una linea retta. Il vero problema non è la disputa UE di per sé – questa non è la prima controversia tra l'UE e un governo nazionale, e non sarà l'ultima – ma la credibilità

complessiva del piano di governo per stimolare l'economia e aumentare la crescita del PIL oltre l'attuale previsione di consenso di circa l'1%.

Le migliori intenzioni del governo sono ben riassunte in un [documento](#) pubblicato all'inizio di settembre dal ministro degli Affari Europei Paolo Savona. Come si ricorderà, Savona è stato all'origine delle turbolenze di maggio, quando la proposta della nuova coalizione di nominarlo ministro dell'Economia è stata bocciata dal Presidente Mattarella a causa dell'associazione di Savona al famigerato 'Piano B', contenente un corso di azione per una clandestina uscita dell'Italia dalla zona euro. Savona, che successivamente è entrato nel governo in un ministero diverso, si è da allora prodigato a dismettere la sua immagine di 'euroscettico' e a chiarire la sua visione, che sottolinea la necessità di cambiare l'architettura della politica economica della UE dotandola di strumenti fiscali efficaci per stimolare la domanda aggregata. Ciò coincide essenzialmente con la posizione di Paul De Grauwe che abbiamo evidenziato nella nostra nota di giugno ([qui](#) di nuovo sua intervista di giugno a F&W).

I rischi della strategia di governo sono ben riassunti, con la solita chiarezza e compostezza – che ben si eleva al di sopra della cacofonia di caricature e insulti da entrambe le parti – in questo [articolo](#) dell'ex Direttore della BCE Lorenzo Bini Smaghi:

1. La politica fiscale italiana è stata espansiva e prociclica per la maggior parte degli ultimi 20 anni. Continuando sullo stesso solco si corre il rischio di dover richiedere drastiche correzioni in futuro.
2. La minore crescita in Italia ha più a che fare con i colli di bottiglia strutturali che con la bassa domanda aggregata. Più spesa pubblica finanziata da debito potrebbe essere inefficace e persino controproducente.
3. Se i partiti 'populisti' nordeuropei replicano il successo di Lega e 5 Stelle alle elezioni europee dell'anno prossimo, l'avversione dell'UE ai paesi ad alto debito dell'Europa meridionale potrebbe in realtà aumentare piuttosto che diminuire.
4. È sbagliato supporre che, in caso di perdita di credibilità e di conseguente brusco aumento dei rendimenti obbligazionari, l'intervento della BCE attraverso le Outright Monetary Transactions (OMT) sarebbe incondizionato. L'Italia non può fare affidamento sul fatto di essere troppo grande per fallire: le OMT potrebbero esclusivamente essere subordinate ad una brusca correzione degli eccessi fiscali, tale da riguadagnare la fiducia dei mercati.

Vedremo nelle prossime settimane come la saga si evolverà. Ma qualunque cosa accada, è importante tenere a mente che, mentre l'elevata incertezza può deprimere i prezzi di mercato, il valore intrinseco delle nostre società non cambia. I risultati del primo semestre sono stati molto positivi e non c'è motivo di aspettarsi che la seconda metà sia diversa. Un buon esempio è **Landi Renzo Group**, una società che abbiamo recentemente presentato al [MOI Global European Investment Summit](#).

In queste circostanze, la volatilità dei prezzi crea opportunità per aumentare le nostre posizioni a prezzi più convenienti.

Per un aggiornamento mensile della performance del MIF, vi invitiamo a consultare i nostri Factsheet mensili, disponibili sulla nostra pagina dedicata sul sito di [Atomo Sicav](#).

## DISCLAIMER

Questo documento è stato preparato da Bayes Investments Limited, società registrata in Inghilterra e Galles. Bayes Investments Limited (FRN: 661233) è un Appointed Representative di New College Capital Ltd. New College Capital Ltd. (FRN 430986) è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (FCA).

Questo documento non è destinato ai clienti Retail o a qualsiasi persona fisica o giuridica residente o ubicata in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione o uso sarebbe in violazione di leggi o regolamenti. Il documento è destinato a Soggetti Rilevanti, cioè a coloro che beneficiano di una deroga ai sensi dell'articolo 4.12 del Conduct of Business Sourcebook ("COBS") della FCA, o di una deroga al FSMA (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001.

Gli investimenti sono soggetti a una serie di rischi significativi. Gli investitori dovrebbero fare riferimento al Prospetto di Atomo Sicav, che contiene i dettagli di tali rischi. Ogni performance passata contenuta nel presente documento non costituisce alcuna garanzia di risultati futuri. Il valore degli investimenti e i redditi da essi derivanti possono variare. Il capitale è a rischio. Gli investitori devono avere la capacità finanziaria e la volontà di accettare tali rischi per un periodo indeterminato di tempo, e la perdita dell'intero investimento.

Questo documento può contenere dichiarazioni, termini ed espressioni previsionali. Questi contengono alcuni rischi e incertezze che potrebbero portare a variazioni significative rispetto alle attese. Nessuna garanzia può essere data a questo riguardo. Mentre Bayes Investments Limited ha adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare che le informazioni contenute in queste pagine siano accurate e aggiornate, nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali errori o omissioni presenti in questo documento. In caso di dubbio circa la validità delle informazioni messe a disposizione in queste pagine, si consiglia di cercarne verifica e/o di contattarci.

Nulla in questo documento deve essere inteso come una promozione finanziaria ai fini della sezione 21 del Financial Services and Markets Act del 2000. Il contenuto di questo documento è fornito a scopo di informazione generale, e non costituisce un consiglio d'investimento, né un'offerta o sollecitazione ad effettuare un investimento. Inoltre, nulla in questo documento equivale a una raccomandazione personale o a un consiglio sui meriti di una qualsiasi operazione o servizio. Bayes Investments non è pertanto responsabile di fornire alcuna protezione. Si consiglia di cercare la propria consulenza legale, finanziaria e fiscale prima di agire su qualunque informazione contenuta nel presente documento. La consulenza professionale dovrebbe sempre essere ricercata prima di agire o di fare affidamento su qualsiasi informazione. Non ci assumiamo alcuna responsabilità per eventuali perdite risultanti da un affidamento sulle informazioni contenute nel nostro documento.