

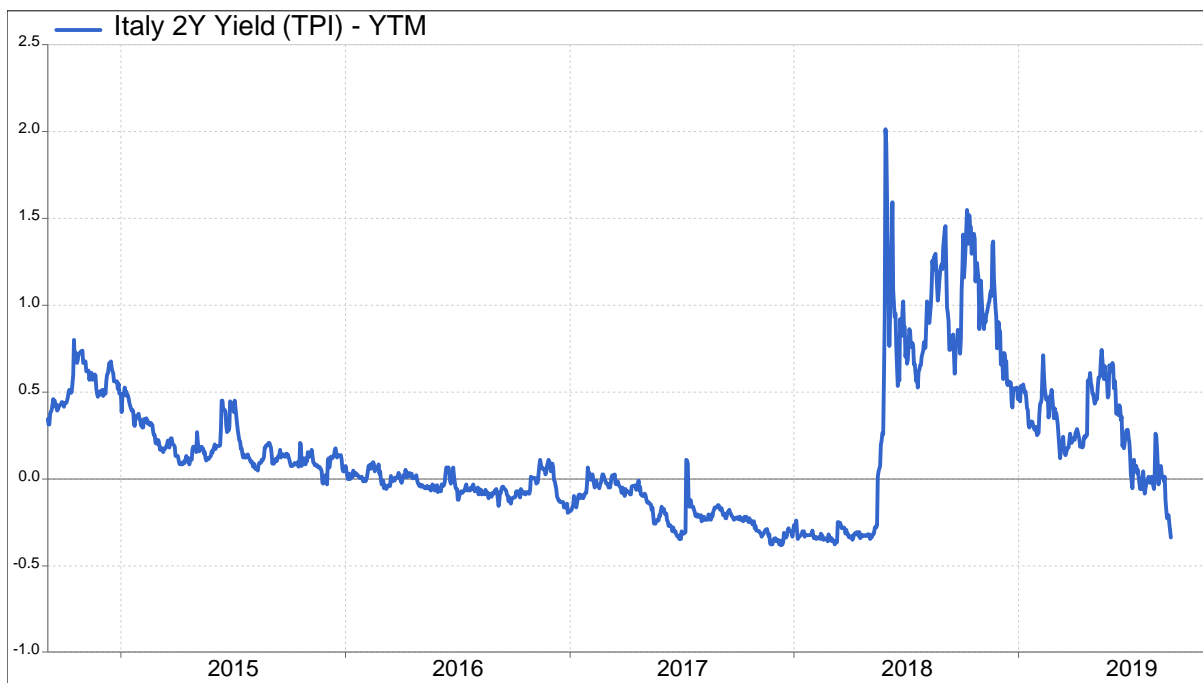
Made in Italy Fund – Prospettiva a 12 mesi

Cari investitori,

Con la pausa estiva che volge al termine, vorremmo condividere con voi le nostre riflessioni sulle prospettive del nostro Fondo nei prossimi dodici mesi.

Prima del lancio, pensando ad un nome per il Fondo, l'idea di chiamarlo 'Made in Italy' ci è sembrata piuttosto naturale. È, [secondo certe stime](#), il terzo marchio più riconosciuto al mondo dopo Coca Cola e Visa e – abbiamo verificato – non vi era alcun impedimento legale ad utilizzarlo.

Per quanto semplice, il nome era ben gradito. Ma fino a metà maggio 2018, quando l'atteggiamento è rapidamente cambiato da "Ah sì" a "Oh no". Non c'è immagine migliore di questo brusco mutamento di umore che questa:

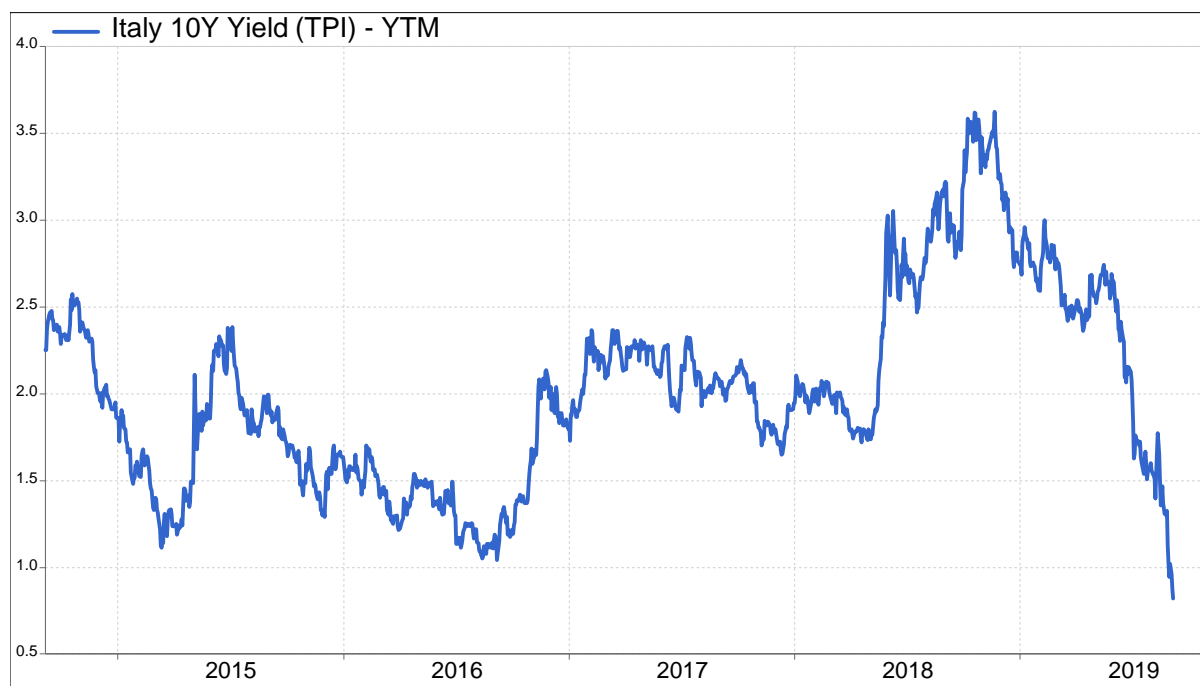


Nel giro di due settimane, il rendimento del BTP a due anni – una misura sensibile delle preoccupazioni degli investitori circa lo stato delle finanze pubbliche italiane – è balzato da territorio negativo fino al 2%, in seguito alle turbolenze riguardo alla formazione del nuovo governo 5Stelle/Lega derivante dall'esito delle elezioni generali di marzo. D'improvviso, 'Made in Italy' ha smesso di essere un marchio di tendenza ed è diventato una fonte di preoccupazione. Il nostro

messaggio principale era ancora compreso e apprezzato: il nostro fondo non è mai stato concepito come un fondo di paese top-down ma come una collezione di aziende italiane selezionate bottom-up in base all'attrattività del loro valore intrinseco. Tuttavia, nel mezzo di tutte le incertezze e i dubbi sulle convoluzioni della politica italiana, gli investitori hanno preferito attendere.

Abbiamo scritto a lungo su tutto ciò nelle nostre lettere trimestrali e in note aggiuntive, in cui sin dall'inizio abbiamo preso la posizione secondo cui le peggiori paure degli investitori – uno scontro crescente con l'UE, con l'uscita dall'euro e il ritorno alla Lira – erano fuori luogo.

Abbiamo avuto ragione. C'è voluto un po' di tempo, ma il rendimento del BTP a 2 anni è ora ritornato dov'era. Allo stesso modo, il rendimento a 10 anni – una misura approssimativa di ciò che lo stato italiano paga in media sul nuovo debito – è dapprima tornato al livello iniziale di 1,8% a luglio, e poi ha proseguito la discesa al di sotto dell'1% ad agosto – un livello raggiunto l'ultima volta a settembre 2016 – mentre il governo 5Stelle/Lega veniva sostituito da un nuovo governo 5Stelle/Partito Democratico, che sarà in tutta probabilità meno conflittuale ed è certamente e inequivocabilmente pro-UE. Il rendimento a 10 anni è ora pari a circa lo 0,9%, 150 punti base al di sopra del -0,6% della sua controparte tedesca, vicino al livello pre-elettorale e meno della metà del livello raggiunto al culmine delle turbolenze.



Le azioni italiane hanno seguito un andamento simile, con l'indice MIB in discesa del -22.5 % da metà maggio 2018 a fine anno, per poi rimbalzare quest'anno di quasi lo stesso ammontare. Nella nostra ultima [lettera trimestrale](#) abbiamo rimpianto la decisione di quegli investitori che, non riuscendo a tenere la mano ferma, hanno venduto azioni durante la discesa, e abbiamo elogiato i pochi che hanno colto l'occasione di acquistare a livelli bassi, seguendo la nostra raccomandazione a farlo in una [presentazione](#) inviata ad inizio novembre.

Vale la pena di notare tuttavia che il rimbalzo di quest'anno è stato soprattutto guidato dall'indice.

Come mostrato nella tabella seguente, negli otto mesi ad agosto l'indice MIB Total Return è cresciuto del 20,7%, ben al di sopra dell'8,3% registrato dall'indice Small Cap. Il MIB aveva fatto relativamente meglio anche durante la discesa da metà maggio a fine 2018, e ancor più nell'anno

intero, in calo del -13,2% contro il -24,1% dell'indice Small Cap. I rendimenti combinati per l'intero periodo sono +4,8% per il MIB e -17,8% per l'indice Small Cap.

	MIB	Small Caps
YTD to August	20.7%	8.3%
Mid-May to end 2018	-22.5%	-25.0%
2018	-13.2%	-24.1%
2018 to August 2019	4.8%	-17.8%
2017	17.3%	28.5%
2017 to August 2019	22.9%	5.6%

Un'interpretazione comune di tale divergenza è di considerarla come una correzione della sovraperformance delle small caps nel 2017, vista a sua volta come l'effetto dell'introduzione dei fondi PIR. Abbiamo argomentato contro tale interpretazione già nella nostra [lettera del secondo trimestre 2018](#), in cui abbiamo stimato che gli investimenti in small caps legati ai PIR rappresentassero solo l'1,3% del valore di mercato totale delle small caps. Abbiamo ribadito il punto nella nostra presentazione di novembre. In ogni caso, anche i rendimenti dal 2017 si attestano ora al 22,9% per l'indice MIB e 5,6% per l'indice Small Cap.

La nostra spiegazione del dilatante divario è che le azioni di piccola e media capitalizzazione sono state indebitamente colpite nel calo del 2018 a causa della loro minore liquidità, in quanto gli investitori domestici e stranieri hanno sommariamente tagliato l'esposizione italiana su tutta la linea, nel mezzo dell'incertezza politica combinata ad una riduzione complessiva dell'allocatione azionaria. Poi, nel 2019, quando gli investitori hanno attenuato la loro ansia per lo stato dell'economia globale e hanno realizzato l'incongruità dei loro scenari politici da incubo, sono tornati sui titoli italiani nella stessa maniera indiscriminata e hanno comprato l'indice MIB.

Se abbiamo ragione, le prospettive per le small cap italiane per i prossimi dodici mesi sono nettamente positive.

Il nuovo governo è solido e probabilmente durerà a lungo. Siamo particolarmente incoraggiati dalla nomina dell'eurodeputato Roberto Gualtieri a ministro dell'Economia e dell'ex primo ministro Paolo Gentiloni a commissario europeo, che potrebbe sostituire Pierre Moscovici all'Economia e Finanza. Gualtieri ha una lunga e accreditata esperienza europea ed è nella posizione ideale per consolidare gli sforzi dell'ex ministro Tria e del Primo Ministro Conte per negoziare in modo costruttivo maggiori margini di manovra fiscale. Allo stesso tempo, Gentiloni potrebbe svolgere un ruolo significativo nello spingere l'agenda di una revisione, di cui c'è evidente bisogno, delle [regole fiscali europee](#), che [non hanno alcun senso](#) al livello attuale dei tassi di interesse.

Incoraggiati dalla rinnovata stabilità politica, gli investitori saranno probabilmente più propensi ad aumentare la loro esposizione a titoli azionari italiani con maggior discernimento, andando al di là di acquisti passivi ad indice.

In queste circostanze, siamo particolarmente fiduciosi sulle prospettive per il Made in Italy Fund.

Come mostra la tabella seguente, il Fondo ha fatto meglio dell'indice FTSE Small Cap in ogni anno, e la sua performance cumulativa dalla data di partenza è più del doppio di quella dell'indice.¹

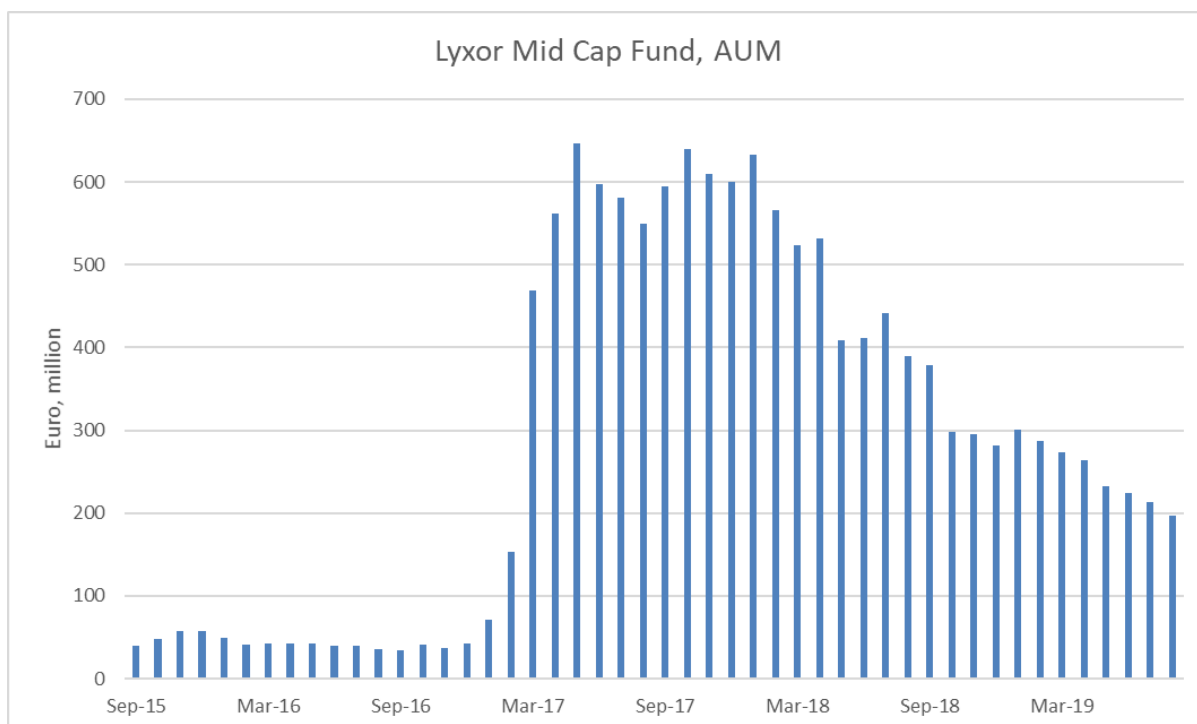
¹ Si noti che i numeri dell'indice in tabella sono Total Return e quindi superiori a quelli contenuti nel nostro [Factsheet mensile](#), che sono Price-Only.

	MIF Small Caps	
YTD to August	9.2%	8.3%
2018	-18.4%	-24.1%
2017	35.9%	28.5%
2016 (from 17 May)	11.0%	10.5%
Since inception	34.4%	16.7%

Man mano che le small caps chiudono il loro divario di performance, siamo certi che il MIF continuerà a sovraperformare. Il calo del 2018 e i continui robusti risultati riportati dalle nostre aziende hanno allargato il divario tra il loro valore intrinseco ed il prezzo di mercato. Stimiamo che molte di esse valgano ora più del doppio del loro prezzo corrente.

Il MIF dovrebbe inoltre continuare a fare meglio del suo ETF più comparabile, il Lyxor Mid Cap Fund. Come abbiamo visto nella nostra ultima lettera trimestrale, l'ETF è leggermente avanti rispetto all'indice Small Cap ma è molto indietro rispetto al MIF – il suo rendimento dalla partenza del MIF fino ad agosto è del 19,5%. Questo è tra l'altro significativamente indietro rispetto al rendimento del 27,7% dell'indice FTSE Mid Cap a cui è indicizzato.

Gli investitori hanno riversato una gran quantità di denaro passivo nell'ETF Lyxor nel 2017 sulla scia della legislazione PIR, solo per tirarne via la maggior parte nel 2018 e nel 2019.



Avrebbero fatto molto meglio ad acquistare il Made in Italy Fund. Ciò è vero ora come lo era allora.

Gli investitori che condividono le nostre prospettive positive sulle small cap italiane dovrebbero acquistare il MIF anziché l'ETF Lyxor .

Conclusione:

Da maggio dell'anno scorso, la parola 'Italy' nel nome del nostro Fondo ha suscitato dubbi, sollevato timori e tenuto a bada gli investitori.

Gli investitori obbligazionari, che sono i più sensibili alle questioni macro/politiche, hanno messo tutto questo alle loro spalle. Gli investitori azionari passivi hanno aumentato la loro esposizione all'Italia o coperto i loro short acquistando l'indice MIB.

Crediamo ci sia ora un'attraente opportunità di raccogliere perle italiane small cap a buon mercato.

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.