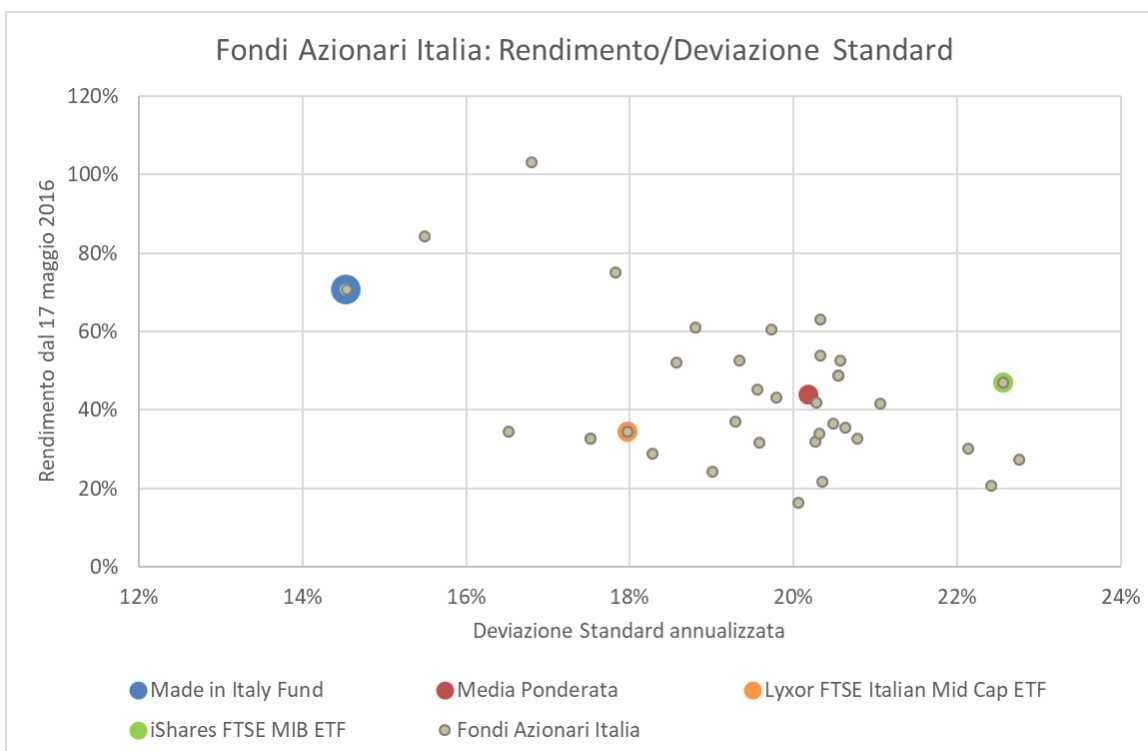


Lettera agli investitori – Secondo trimestre 2022

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del -12,0% nel secondo trimestre del 2022. Il rendimento dalla data di lancio del fondo (17 maggio 2016) è del 70,7%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi di amministrazione.

Il MIF è rimasto ben al di sopra dell'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla nostra nascita è del 44,1%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è significativamente superiore a quello del 34,5% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e a quello del 47,1% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua a essere accompagnato da una volatilità inferiore. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,5%, rispetto al 20,1% del fondo medio ponderato, al 18,0% dell'ETF Lyxor e al 22,6% dell'ETF iShares.

Secondo Trimestre 2022

Il nostro rendimento del -12,0% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del -11,5% per l'universo dei fondi azionari Italia, del -10,4% per l'ETF Lyxor e del -12,6% per l'ETF iShares.

Nel primo semestre dell'anno il Fondo ha registrato un calo del -20,4%, contro il -19,7% della media dei fondi, il -21,3% dell'ETF Lyxor e il -19,8% dell'ETF iShares.

Contrariamente alle nostre aspettative, l'estesa debolezza dei mercati azionari globali si è intensificata nel secondo trimestre, alimentata dagli stessi temi che li avevano turbati nel primo trimestre: la guerra in Ucraina e le attese su inflazione e tassi di interesse. Sul primo, le speranze di una qualche risoluzione hanno lasciato il posto ad una rassegnata aspettativa di un conflitto prolungato. Sul secondo, l'idea che la risalita dell'inflazione negli Stati Uniti e in Europa fosse dovuta a temporanei colli di bottiglia di offerta nella ripresa post-Covid, esacerbati da picchi dei prezzi dell'energia, delle materie prime e dei prodotti alimentari legati alla guerra, ha ceduto all'idea che l'impennata fosse stata causata da un eccessivo stimolo fiscale e aggravata da un intervento ritardato delle banche centrali, che avrebbe richiesto un inasprimento della politica monetaria e aumentato il rischio di un significativo rallentamento dell'attività economica.

I mercati azionari e obbligazionari hanno subito una forte correzione. L'indice S&P 500 negli Stati Uniti ha subito un calo del -16% nel trimestre che, sommato alla perdita del primo trimestre, ha portato a un calo semestrale del -20% – la peggiore performance nel primo semestre dal 1970. L'indice Nasdaq è andato anche peggio, con un calo del -22% nel trimestre e del -29% nel primo semestre. Il Treasury yield a 10 anni, che lo scorso anno aveva chiuso a 1,5%, è raddoppiato al 3% a fine giugno, dopo aver toccato il 3,5% a metà mese. In Europa, l'indice tedesco DAX è sceso del -11% nel trimestre e del -19,5% nel primo semestre, mentre il rendimento del Bund decennale è passato da -0,2% alla fine dello scorso anno all'1,4% a fine giugno. L'indice Euro STOXX ha registrato una performance altrettanto negativa, così come l'indice principale del mercato italiano MIB, in calo del -12,5% nel trimestre e del -19,6% nel primo semestre. Il rendimento del BTP decennale italiano è passato dall'1,2% di fine 2021 al 3,3% di fine giugno, ampliando così lo spread rispetto ai Bund dall'1,4% all'1,9%.

La performance del Fondo nel secondo trimestre e nel primo semestre è stata in linea con l'indice MIB e con i due ETF di riferimento, nonché con gli altri due ETF lanciati dopo la nostra nascita, ITAPIR e IPIR, in calo rispettivamente del -19,7% e del -20,2% nel primo semestre.

In controtendenza al ribasso, alcuni dei nostri titoli hanno registrato risultati positivi nel trimestre. Ne segnaliamo due:

Sebino, una società che abbiamo acquistato in occasione della sua IPO nel [secondo trimestre del 2020](#) a 2 euro per azione, ha chiuso il trimestre in rialzo del 25% a 6,5 euro, recuperando così il calo del -22% registrato nel primo trimestre. Il titolo è salito del 138% nel 2021.

Piteco è salita del 21% nel trimestre, dopo aver ricevuto un'offerta di acquisto dal suo azionista di controllo a metà giugno. Abbiamo inserito il titolo in portafoglio dall'inizio, acquistandolo allora a 3,8 euro per azione e accumulandolo nel tempo. L'abbiamo commentato nella nostra [lettera del terzo](#)

trimestre 2020, dopo un balzo del 27% in quel trimestre a 8 euro. In seguito il titolo ha continuato ad apprezzarsi, fino all'offerta di giugno a 11,25 euro, 24% in più rispetto alla chiusura del giorno precedente, ma sotto al livello di 12 euro che aveva raggiunto alla fine di agosto dello scorso anno. Come noi, l'azionista di controllo ha evidentemente pensato che la società valesse più del suo prezzo attuale e ha approfittato della turbolenza dei mercati per fare un'offerta ad un livello conveniente, probabilmente con l'obiettivo di portare sul mercato il gruppo più grande di cui Piteco fa parte. Non vedendo ulteriori rialzi significativi, abbiamo venduto il titolo a 11,1 euro al fine di raccogliere liquidità da destinare a nuovi investimenti. È un prezzo quasi triplo rispetto a quello iniziale, e superiore dell'82% al prezzo medio di 6,1 euro al quale avevamo accumulato il titolo.



Fonte: Factset

La maggior parte dei nostri titoli, tuttavia, non sono riusciti a evitare la deriva negativa e hanno perso ulteriore terreno.

Nel corso del trimestre abbiamo partecipato a due nuove IPO:

Bifire. L'azienda fabbrica prodotti per la protezione antincendio e l'isolamento termico per l'edilizia e l'industria. Il segmento Protezione Antincendio produce lastre in cemento alleggerito fibrorinforzato. Il segmento Isolamento termico produce lastre isolanti applicate alle pareti degli edifici. Entrambe le linee di prodotto sono impiegate nella ristrutturazione di vecchi edifici, aumentandone la sicurezza e

l'efficienza energetica, migliorando gli standard di vita e riducendo le emissioni di CO₂. I prodotti per uso industriale comprendono porte per ascensori e porte tagliafuoco, serrande tagliafuoco, forni ed essiccatori. L'azienda ha una capitalizzazione di mercato di 53 milioni di euro e un fatturato nel 2021 di 29 milioni (di 2/3 Edilizia, 1/3 Industriale), che prevediamo crescere a quasi 40 milioni quest'anno. L'utile netto del 2021 è stato di 4,2 milioni, che dovrebbe salire a 5,4 nel 2022. Abbiamo pagato 3,67 euro per azione all'IPO di fine maggio. Trascinato dal caos di giugno, il titolo ha chiuso il trimestre a 2,83.

General Finance. La società opera come intermediario nel factoring pro solvendo e pro soluto. I suoi servizi comprendono: 1) gestione del credito e dell'incasso dei debitori ceduti, consentendo ai venditori di esternalizzare attività altrimenti svolte internamente; 2) finanziamento ai venditori per una parte del valore nominale dei crediti ceduti; 3) assicurazione del rischio di insolvenza dei debitori ceduti. La società ha un valore di mercato di 90 milioni e ha chiuso il 2021 con ricavi (margine di intermediazione) di 24 milioni, in crescita del 25% medio all'anno dal 2016. Gli utili netti sono stati di 9,5 milioni, in crescita media del 37% dal 2016. Ci aspettiamo che questa crescita continui, con la società che espande le sue attività internamente e tramite M&A. Abbiamo pagato 7,2 euro per azione all'IPO di fine giugno.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	5	11.3%
Tecnologia elettronica	3	5.5%
Industria di processo	3	5.5%
Beni di consumo non durevoli	1	2.2%
Beni di consumo durevoli	3	6.2%
Servizi Industriali	1	5.9%
Servizi commerciali	6	12.8%
Servizi al consumo	3	6.8%
Servizi tecnologici	9	21.6%
Tecnologia sanitaria	2	5.2%
Commercio al dettaglio	1	2.7%
Comunicazione	1	2.2%
Servizi finanziari	3	4.0%
Servizi di pubblica utilità	2	4.5%
Totale	43	95.5%
Warrants + liquidità		4.5%

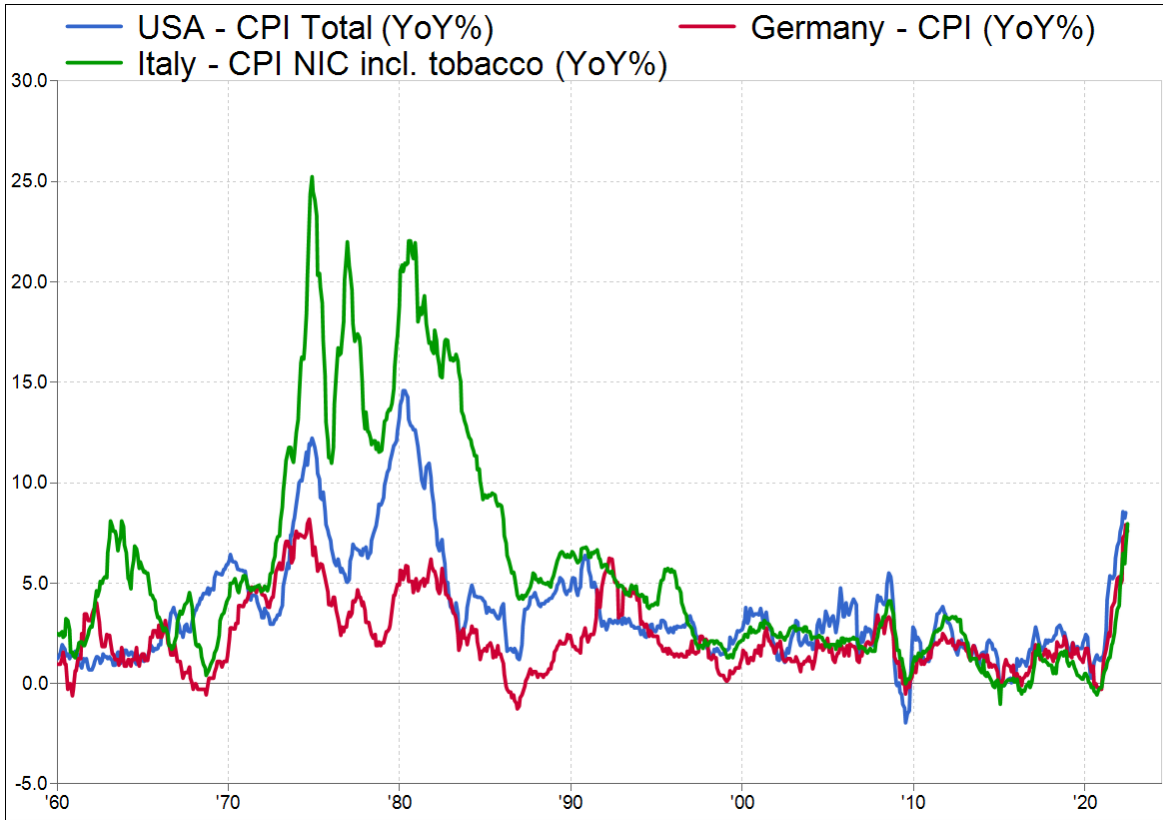
Spiegare verso giustificare

Perché i mercati azionari hanno subito una batosta così forte in questa prima metà dell'anno? La guerra in Ucraina e l'impennata dell'inflazione e dei tassi d'interesse sono ragioni sufficienti a spiegarlo? Non mancano i commenti in merito. La maggior parte di essi, però, si concentrano sul breve termine, mentre

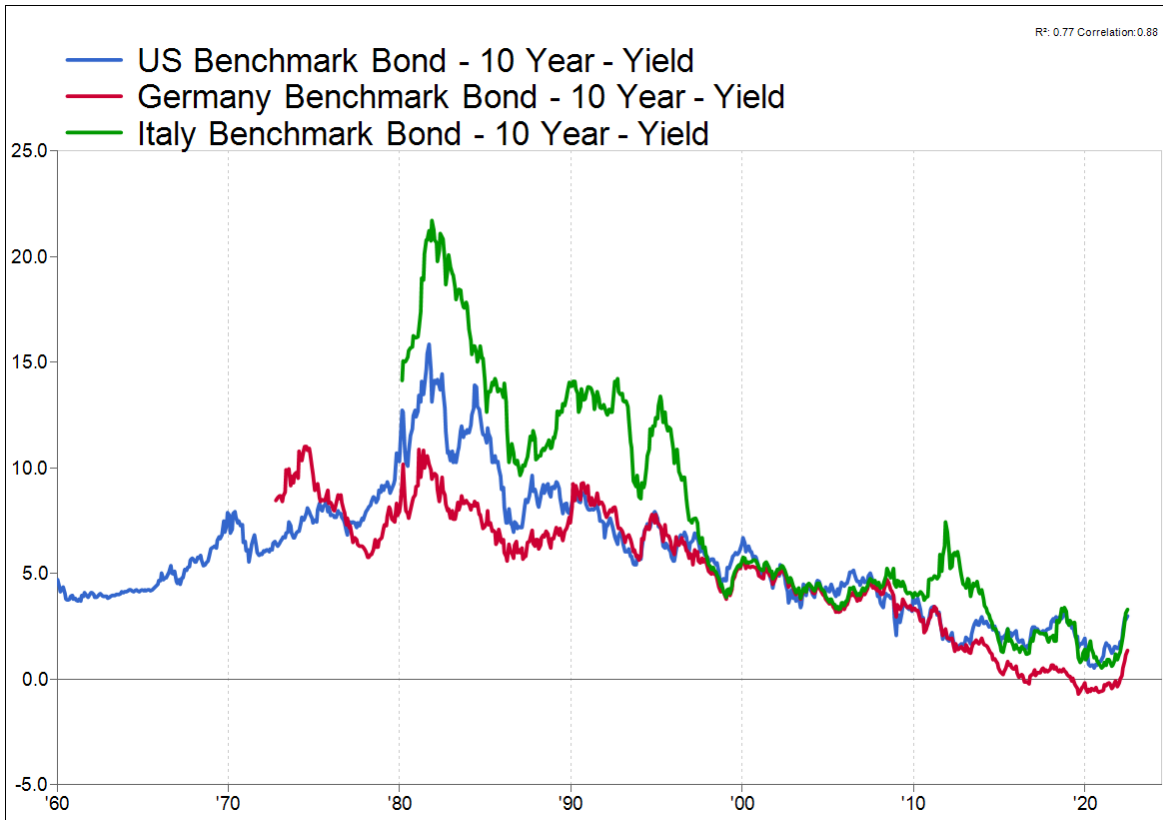
una prospettiva di lungo periodo è molto più utile per collocare ed analizzare gli eventi correnti nel giusto contesto.

Il primo grafico della pagina seguente mostra l'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo negli Stati Uniti, in Germania e in Italia dal 1960. Concentriamoci dapprima sui numeri recenti. Alla fine del 2020 l'inflazione su base annua negli Stati Uniti era dell'1,3%, dopo aver toccato lo 0,2% a maggio, durante la prima ondata della pandemia. In seguito, tuttavia, ha iniziato una costante ascesa, fino a raggiungere il 7,1% alla fine del 2021. Germania e Italia hanno seguito un percorso simile, ma partendo da una base più bassa: -0,3% e -0,2% alla fine del 2020, per poi salire al 5,3% e al 3,9% alla fine del 2021. La tendenza al rialzo è proseguita quest'anno: i numeri di giugno sono 9,0% negli Stati Uniti, 7,6% in Germania e 8,0% in Italia. Si tratta di numeri notevolmente superiori a quelli a cui ci siamo abituati nel nuovo secolo, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008. Infatti, per vedere un numero superiore al 9% negli Stati Uniti bisogna tornare alla fine del 1981, mentre l'ultima volta che la Germania, strettamente vigilata dalla Bundesbank, ha avuto un'inflazione superiore al 7% è stata nel 1974, al tempo in cui l'inflazione italiana era superiore al 25% e quella statunitense al di sopra del 12%.

Stiamo tornando a quei tempi? Ne dubitiamo fortemente. E lo stesso fa il mercato obbligazionario. Come mostra il secondo grafico (scusate la troncatura delle linee tedesche e italiane – Factset è buono ma non perfetto), e come abbiamo detto sopra, i rendimenti delle obbligazioni decennali dei tre paesi sono saliti notevolmente dai bassi livelli del 2021 e da quelli ancora più bassi di un anno prima – quando i Bund decennali rendevano un -0,6% senza precedenti. Tuttavia, mentre il movimento è stato impressionante in termini percentuali – i rendimenti statunitensi sono raddoppiati in sei mesi e triplicati rispetto alla fine del 2020 – i loro livelli assoluti sono ancora una frazione di quelli degli anni '70 e '80. Infatti i rendimenti statunitensi erano al livello odierno appena alla fine del 2018, mentre i Bund tedeschi e, ancor di più, i BTP italiani erano a livelli più alti fino alla metà del 2014.



Fonte: Factset

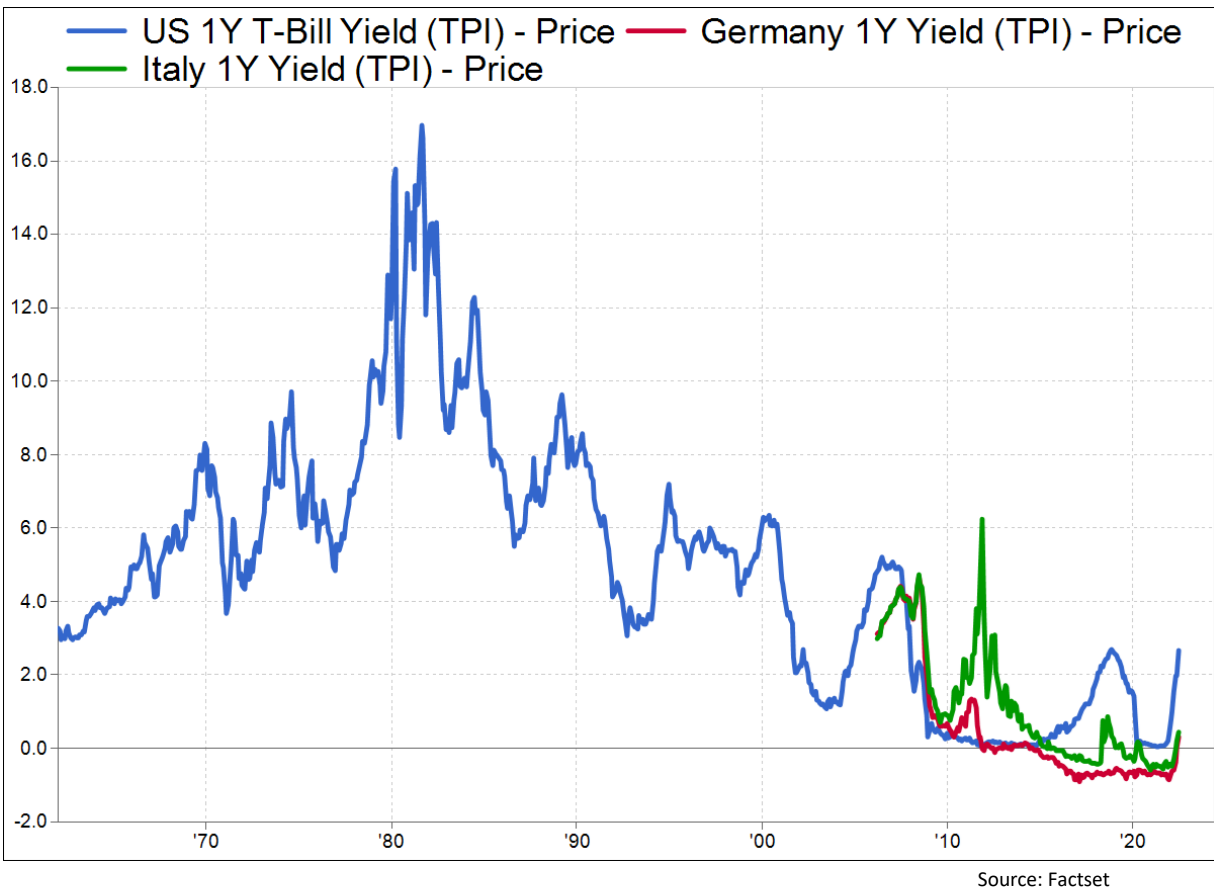


Fonte: Factset

Lo sottolineiamo perché una delle spiegazioni più diffuse della pessima performance dei mercati azionari di quest'anno è che tassi d'interesse più alti implicano tassi di sconto più elevati per gli utili futuri e quindi giustificano valutazioni più basse, soprattutto per le società il cui valore deriva principalmente dalle opportunità di crescita futura. Riteniamo che ciò sia sbagliato per due motivi.

In primo luogo, una proprietà ben nota di qualsiasi modello di valutazione azionaria richiede che il costo del capitale R – il tasso di sconto al quale i flussi di cassa futuri vengono attualizzati – sia superiore al tasso di crescita terminale G – il tasso al quale si presume che l'azienda cresca nel lunghissimo periodo. Un modello di valutazione solido deve avere una differenza $R-G$ adeguatamente ampia: riducendo tale differenza verso lo zero si può ottenere qualsiasi livello di valutazione desiderato – di fatto infinito se R si avvicina a G . R è comunemente determinato come la somma di un tasso 'privo di rischio' e di un 'premio' che riflette la 'rischiosità' dell'azienda. Pertanto, abbassare R in un mondo di tassi di interesse bassi può essere una prospettiva allettante, al fine di giustificare valutazioni più elevate. Ma sarebbe un errore. La componente tasso 'privo di rischio' di R non può avere nulla a che vedere con i bassi rendimenti che hanno prevalso negli ultimi tempi. Proprio come G , R deve essere un tasso normalizzato di lungo termine, impermeabile alle fluttuazioni dei tassi d'interesse.

In secondo luogo, i tassi di interesse stanno salendo perché sono stati molto bassi – e negativi in termini reali – per molto tempo. Si stanno normalizzando a livelli adeguatamente più alti, coerenti con tassi reali positivi, come dovrebbero essere. Ma è chiaro che non si stanno adeguando all'attuale elevato livello d'inflazione. Il motivo è che l'inflazione attuale è attesa essere un fenomeno temporaneo, seppur prolungato dalle interruzioni dell'approvvigionamento causate dalla guerra in Ucraina. L'inflazione negli Stati Uniti è a 9%, ma il tasso del Treasury a 1 anno è passato dallo 0,4% di fine anno al 2,7% di fine giugno. Era a questo livello appena nel primo trimestre del 2019. Ma era al 5% nel 2007 e al 17% nel 1981!



Ovviamente è possibile che i mercati obbligazionari si sbagliano e che l'alta inflazione sia qui per rimanere. Ma una prospettiva storica adeguatamente lunga suggerisce che questa è un'ipotesi altamente improbabile. Il mondo di oggi è molto diverso da quello degli anni '70 e '80, quando l'inflazione era saldamente radicata nelle aspettative e fu possibile contenerla solo grazie a una massiccia stretta monetaria e a una dura recessione.

Conclusione: l'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse *non* giustifica la pessima performance dei mercati azionari nella prima metà dell'anno. Tuttavia, essendo di gran lunga il principale, se non l'unico, argomento di conversazione nei commenti di mercato, lo spiega. Non è una novità. I mercati azionari si comportano così. Robert Shiller lo ha scritto più di quarant'anni fa, in un articolo che gli è valso il premio Nobel per l'economia nel 2013: [I prezzi delle azioni si muovono troppo per essere giustificati dalle successive variazioni dei dividendi.](#)

Ciò non significa che non ci siano molte società, soprattutto negli Stati Uniti, che potrebbero essere state prezzate con un gap R-G troppo stretto, raggiungendo così valutazioni infondate che sarebbero emerse come tali se fosse stato utilizzato un gap adeguatamente più ampio. A questo proposito, l'aumento dei tassi di interesse potrebbe avere l'effetto benefico di facilitare una rivalutazione realistica dei loro veri valori a livelli più bassi. Ma la rivalutazione generalizzata a cui abbiamo assistito negli ultimi sei mesi non ha senso. Possiamo spiegarla, ma non giustificarla.

Basta guardare Bifire. Quando l'abbiamo acquistata all'IPO di maggio abbiamo pagato 3,67 euro per azione, che valutava la società a 11,9 volte gli utili previsti per il 2022. Alla fine di giugno, il prezzo è sceso a 2,83, ossia a 9,2 volte. Questo per un'azienda con un margine operativo del 19% e un rendimento del capitale proprio di almeno il 25%, che prevediamo accrescere ricavi, utili e free cash flow di oltre il 10% all'anno nel prossimo futuro. Chi, sano di mente, venderebbe il titolo a questi livelli, per di più dopo averlo acquistato all'IPO poche settimane prima? Eppure lo fanno, compresi i professionisti che, sotto l'influenza delle narrazioni prevalenti, cedono alla pressione di "fare qualcosa" per "de-rischiare" i loro portafogli. Noi abbiamo fatto esattamente il contrario: abbiamo aumentato la nostra posizione a giugno. In base al nostro modello di valutazione – che va ben oltre un semplice rapporto prezzo/utile – la società vale più del doppio del prezzo attuale. Dunque riteniamo che possederla a questi livelli sia una scommessa molto sicura.

Non è passato molto tempo da quando, alla fine del 2018, abbiamo affrontato una flessione di dimensioni simili. In effetti, ciò che scrivemmo nella nostra lettera agli investitori del [quarto trimestre del 2018](#) assomiglia molto a ciò che scriviamo oggi: "l'indebolimento dell'economia globale, la stretta della politica monetaria americana e le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina". Inoltre, dovevamo fare i conti con le vicissitudini della politica italiana – una sgradevole incombenza che il governo Draghi ci ha risparmiato dal febbraio 2021 ma che potrebbe tornare a perseguitarci dopo le recenti dimissioni del Primo Ministro.

Avevamo concluso l'ultima lettera del 2018 augurando ai nostri lettori un

Buon anno nuovo

Ci uniamo al resto della comunità degli investitori (e al resto del genere umano) nel dire addio al 2018.

Dopo grossi cali di borsa, viene in mente l'osservazione controintuitiva di Warren Buffett: non dobbiamo temerli ma accoglierli, in quanto, come risparmiatori, siamo acquirenti netti di azioni nel corso del tempo, e ogni calo ci offre l'opportunità di investire di più a prezzi inferiori.

[...]

Dopo il 2018, la saggezza suggerirebbe prudenza nel nuovo anno. Ma, come dice una famosa canzone:

*Troppo spesso la saggezza è solo la prudenza più stagnante
E quasi sempre dietro la collina è il sole*
(Mogol-Battisti, La collina dei ciliegi)

E infatti i mercati azionari globali e il nostro Fondo registrarono un forte rimbalzo nel [primo trimestre del 2019](#), continuando a fare bene per tutto l'anno.

Fino a quando un nuovo dramma, di diversa natura, iniziò nel primo trimestre del 2020. La vita di un investitore non è mai noiosa.

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 indicazione di performance futura. 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.