

HONOUR

Team Global View

Paradigmi epocali in cambiamento



La politica monetaria USA passerà sotto il controllo governativo repubblicano?

Nei sistemi democratici sviluppatisi nell'ultimo secolo, **ponendo alla base dei sistemi il principio della sovranità dei popoli** si è scelto di tenere separate e, per quanto possibile autonome l'una rispetto all'altra, la **funzione legislativa**, la **funzione governativa**, la **funzione di giustizia** e, ancora più esternamente, la funzione di **governo delle politiche monetarie**, inserendola all'interno di Banche Nazionali dotate di autonomia organizzativa.

Nata nel 1913 con il **“Federal Reserve Act”** la Banca Centrale USA è stata una delle ultime – rispetto alla più storizzata esperienza Europea – ad essere dotata dei poteri di governance sulla moneta con la missione di tenere sotto controllo l'inflazione, ma anche la crescita economica del paese. Un potere quest'ultimo che spesso configge con la funzione governativa che di questo ruolo si sente naturalmente investita in quanto decide in materia sia fiscale che di debito. Va detto tuttavia che sono i governi a nominare i Presidenti delle Banche Centrali, e quindi in sostanza mantengono un potere di indirizzo sugli stessi. Il problema può avvenire quando le Banche Centrali adottano politiche che a parere dei nuovi governi , ed è il caso attuale forse negli Stati Uniti, non sono conformi ai rinnovati indirizzi politici.

Uno scontro storico quindi fra il potere governativo e quello delle autorità monetarie ha già contraddistinto la storia dell'ultimo secolo e non dobbiamo quindi stupirci nell'osservare l'attacco diretto portato avanti dal Presidente eletto Donald Trump nei confronti del Presidente della FED Jerome Powell, peraltro da lui stesso nominato nel Novembre 2017, accusato di non adottare una politica monetaria consona al momentum attuale. Certo è, la commistione di potere fiscale, di debito e di politica monetaria tutta nelle stesse mani, in passato ha portato più disequilibri che non vantaggi.



Stiamo assistendo al ritorno dell'oro come riserva strategica primaria?

Dati recenti ci mostrano che le riserve di **oro** fisico sono tornate a superare mediamente il 20% di tutte le **riserve valutarie** detenute dalle singole **Banche Centrali** nel mondo. In alcuni casi le **riserve auree** hanno superato per ponderazione il **Dollaro**, normalmente la maggiore valuta. L'accumulo del metallo giallo, almeno dall'anno 2024 è continuato in modo sistematico e continuativo con una totale insensibilità al suo prezzo che ha da pochi giorni superato un "roof" di **3.500 \$ per oncia (115 \$/gr)**.

L'oro sembra oggi entrato in un nuovo paradigma. Dopo più di 50 anni di sostanziale letargo, viene restituito sempre di più al suo storico ruolo di **riserva di valore reale**, un valore antico come l'umanità stessa. Ricordiamo quando con Bretton Wood nel 1944 fu creato il "**gold standard**" che statuiva il rapporto fisso di 35 Dollari emessi in moneta a fronte di riserve auree di un'oncia, con tutte le altre valute legate al Dollaro con cambi fissi. Un'epoca in cui il mondo aveva bisogno di contare sulla stabilità necessaria su cui basare i piani di ricrescita, dopo il disastro della II guerra mondiale. La **nuova era** arrivò con il 1971, quando con **Decreto Presidenziale Richard NIXON** decretò la fine dello stesso, liberando sia il Dollaro dal vincolo di emissione proporzionata alle riserve auree, che le altre valute le quali cominciarono a fluttuare liberamente con rapporti di cambio essenzialmente basati sulla quantità degli scambi commerciali o finanziari. Era nata la c.d. "**FIAT money**", cioè moneta il cui valore era basato solamente sulla credibilità delle Banche Centrali che le emettevano, le regolavano e rappresentavano per il sistema il "debitore di ultima istanza" senza tuttavia dover porre alcunchè di reale a garanzia, se non una certa quantità di riserve, anch'esse però composte da altre valute FIAT, spesso rappresentate da titoli di stato, impreziositi dalle loro cedole interassi. Una sorta di piccola tesoreria del circolante spesso non superiore al 10/20% del debito emesso.

Mentre l'oro da mesi tocca e supera i suoi massimi senza dare segni di stanchezza e le borse valori viaggiano anch'esse serene sui massimi valori storici, il sistema finanziario, pubblico e privato, reagisce in modo silente rimettendo nell'attivo di bilancio beni reali, sostituendo titoli e moneta che sono solo crediti, esigibili sì, ma solo fino a quando il sistema da loro un valore.



Valute

Il **Dollaro** continua formalmente ad essere la **valuta di riferimento del sistema finanziario globale** ma da inizio anno ha perso circa l'8% rispetto all'Euro. Riteniamo che questo trend sia destinato a proseguire in un'ottica di 6-12 mesi con un apprezzamento che potrebbe arrivare a toccare un rapporto di 1,25€ per 1\$ in conseguenza di un ormai probabile **abbassamento dei tassi da parte della FED** (riunione del 17 Settembre). Lo **YEN giapponese** ha "veleggiato" in un range di voluta debolezza, condizione che potrebbe presto cambiare. Il **CHF** è rimasto forte sulla base della sua storica reputazione nonostante un tasso di sconto portato a zero dalla banca centrale. Nella nostra precedente "review" del 28 Aprile avevamo acceso un faro sulle "antiche valute" da sempre utilizzate dall'umanità: **ORO e ARGENTO**. Ebbene questa nuova visione si sta confermando concreta.

Bond - Curva dei tassi

La recente disponibilità manifestata dalla Federal Reserve per un **allentamento monetario** a Jackson hole (Stato del Wyoming, USA) è stata seguita da un immediato **abbassamento di tutta la curva dei tassi USA**, con provvisorio sollievo per il dipartimento del tesoro, che si trova a fronteggiare una massa di debito pari ormai al 120% del PIL USA, con un costo per interessi superiore ai **1,200 Miliardi annui**. Anche il mercato dei titoli di stato Europei trova un provvisorio sollievo di riflesso dopo avere assistito all' innalzamento dei rendimenti sia in Francia che in Inghilterra, entrambe afflitte da una condizione economica che sta diventando preoccupante per l'assenza di crescita.



Equities

Manteniamo la convinzione già espressa nella revisione di Aprile che i mercati Azionari, soprattutto USA, supportati da **politiche monetarie pluriennali eccessivamente espansive**, abbiano fatto troppa strada e che i valori attuali di borsa siano troppo ottimistici. I recenti dati del **mercato del lavoro in significativa contrazione**, lanciano lunghe ombre sull'andamento economico del Paese, forse arrivato ad un rallentamento di cui, a ben vedere, la FED non si sarebbe accorta. Se il mercato USA dovesse rallentare o imboccare un trend ribassista anche gli altri mercati seguirebbero. Una nota di precisazione positiva spetta in questo contesto alle **azioni del settore minerario aurifero**. Nonostante l'epica rivalutazione di queste aziende, (che ad 1 anno segnano mediamente un +108% - dati MarketScreener), **il coefficiente Prezzo/Utili settoriale segna mediamente valori nell'intorno di 10**, che se confrontati con gli indici azionari USA (che quotano fra le 22 e le 32 volte gli utili), costituiscono un paradiso per gli investitori alla ricerca di **income «sicuro»**. L'eccessiva concentrazione sull'indice delle 7 prime aziende USA (pari al 37,7%) costituisce un elemento di pericolo per l'intero listino.

Commodities

Le materie prime industriali potranno trovarsi in una situazione contrastata, fra spinte ribassiste dovute a un certo **rallentamento del ciclo economico**, visibile nei paesi occidentali, e spinte rialziste conseguenti a situazioni di scarsità provenienti per lo più dal **contesto geopolitico altamente conflittuale**. Un gioco agli scacchi già ampiamente visibile.. Difficile prendere posizioni su questi asset che si riveleranno quantomeno molto volatili. Rimaniamo invece altamente **positivi sulle materie prime legate allo sviluppo del nucleare di quarta generazione**. Un tema che terrà banco nei prossimi anni anche perché strettamente collegato alla produzione di idrogeno verde, fonte di energia veramente alternativa ai combustibili fossili.



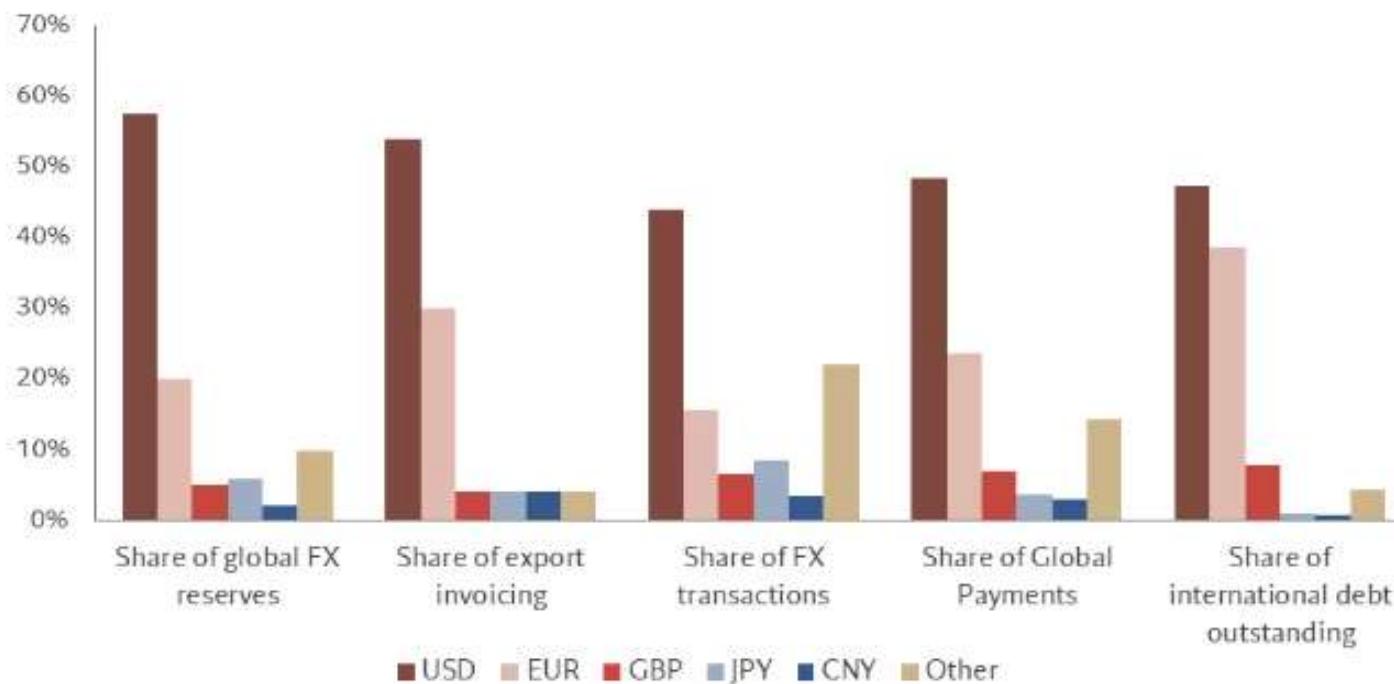
Economia reale

A valori di prezzo dei titoli quotati sui mercati pubblici che abbiamo avuto modo di vedere in “EQUITIES”, salvo che per scelte selettive (come il minerario oro), **preferiamo orientarci al settore dell’investimento azionario non quotato.** AZIMUT rappresenta in Italia una delle Società di investimento più specializzate del settore con una raccolta che ha superato i 9 Miliardi di euro in 7 anni con la creazione di oltre 50 veicoli di investimento diversificati.



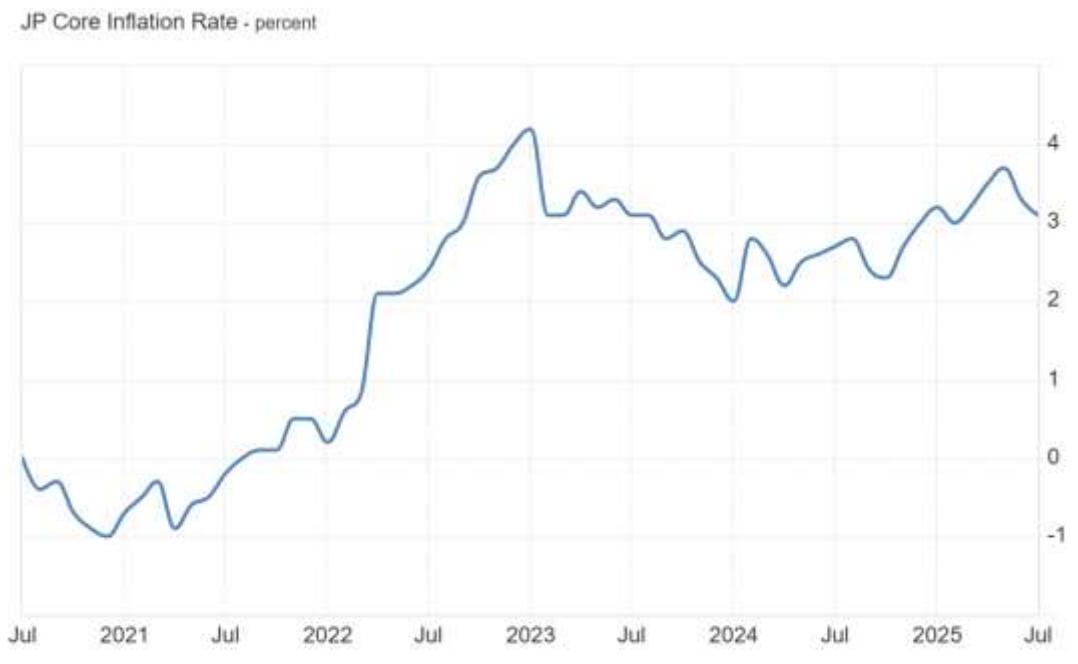
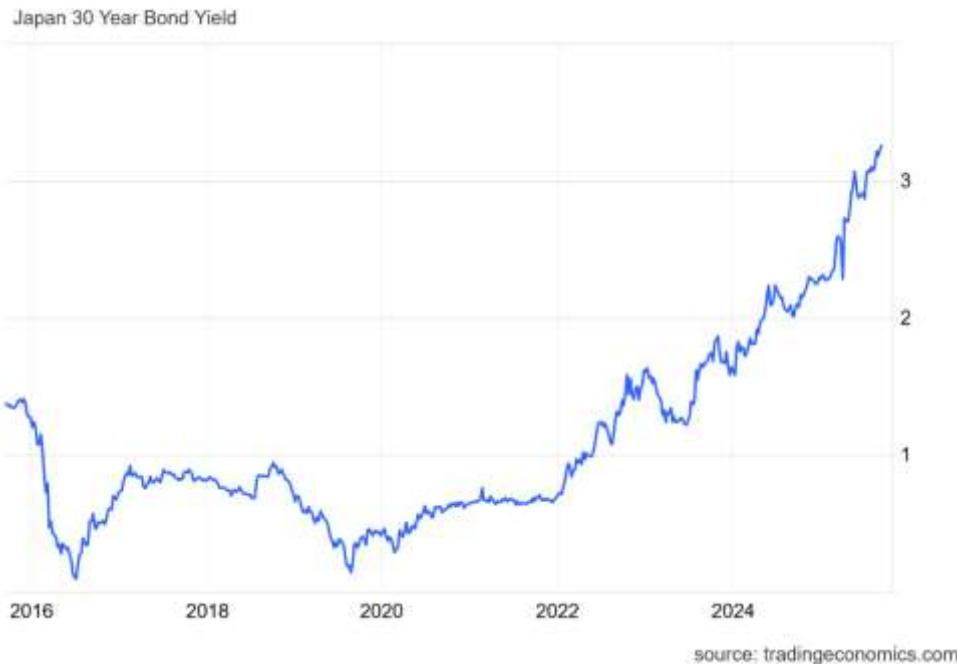
Divergenza monetaria: vantaggio solo temporaneo per l'Euro

Nonostante le tensioni interne e le sfide geopolitiche, risulta difficile immaginare che **l'euro, o altre valute**, possano nel medio termine scalfire la predominanza del **dollaro**. Le divergenze politiche tra i paesi dell'area euro, la frammentazione del debito pubblico e le tensioni con Stati Uniti, Cina e i teatri di guerra globale ne limitano la stabilità e l'attrattiva come valuta di riserva. In altre parole, l'euro continua a essere vulnerabile rispetto al dollaro, la cui posizione dominante resta consolidata grazie alla dimensione dell'economia USA, ai mercati finanziari profondi e alla fiducia internazionale. Un predominio che i BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e altri) stanno cercando di minare.



Giappone e JPY

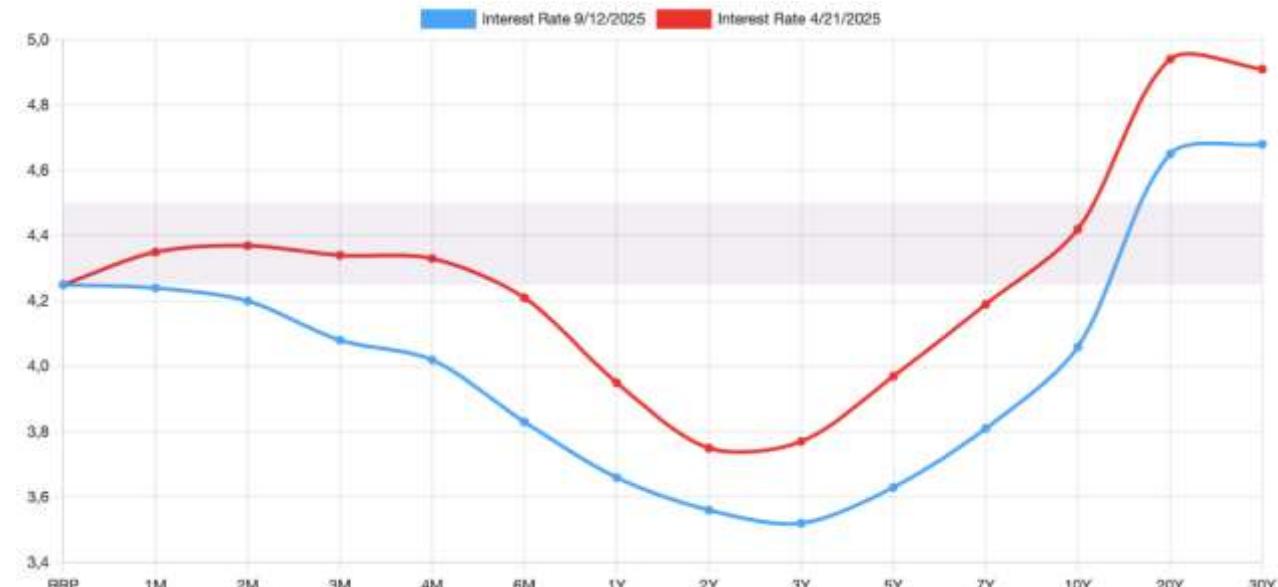
Monitoriamo sempre con particolare attenzione l'andamento dello **Yen Giapponese**. A fronte di una crescita ormai strutturalmente modesta, conseguente ad un calo demografico inarrestabile, l'inflazione, per contro, ha ricominciato a correre nel 2024, rendendo plausibili politiche monetarie restrittive che, con un rapporto debito/PIL del 300%, la banca del Giappone è però restia ad adottare. **I titoli di stato trentennali intanto hanno superato il 3% di rendimento segnalando rischi di inflazione strutturali** che prima o dopo andranno affrontati. Lo stallo di politica monetaria consente intanto al JPY di mantenere una debolezza utile a preservare molti equilibri.



Costi del Debito americano

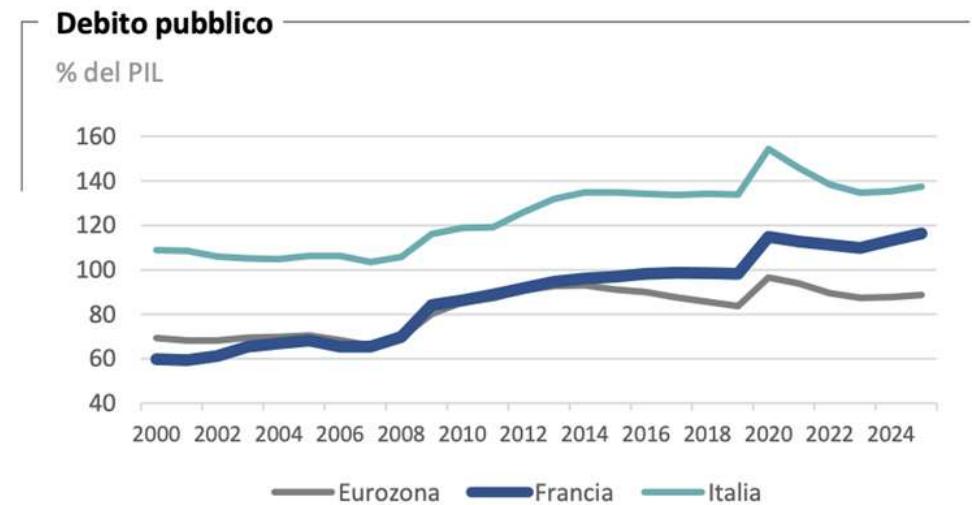
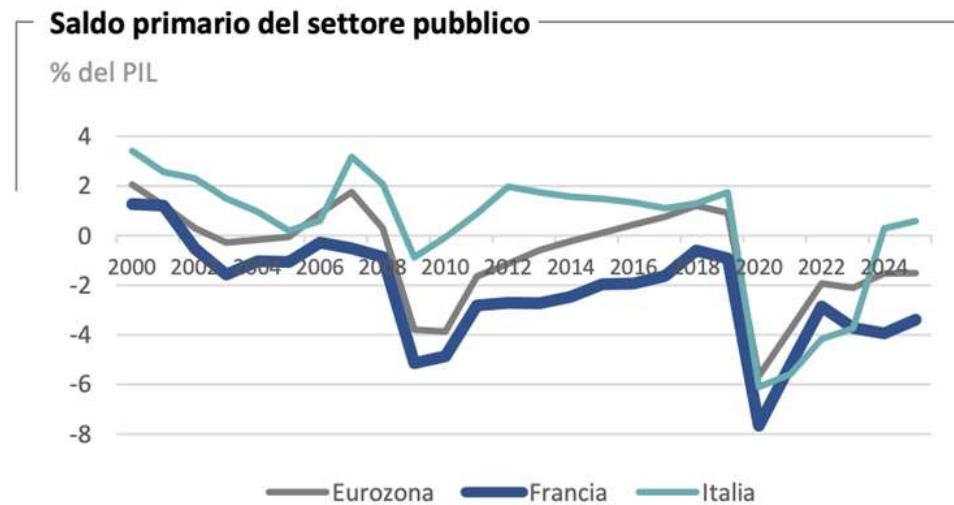
Negli Stati Uniti, il debito pubblico ha raggiunto i **37 Trilioni di dollari**, una cifra talmente imponente da risultare difficile anche da concepire. **Gli interessi annuali di questo debito superano i 1.200 miliardi (più del budget della difesa) ed il rendimento del Treasury trentennale ha superato il 5%**, valori che hanno cominciato a creare qualche interrogativo tra gli investitori. La Federal Reserve si riunirà il prossimo 17 Settembre per intraprendere le usuali decisioni in ambito monetario che a questo punto comportano certamente un **abbassamento del tasso di riferimento**. Il mercato, di par suo, già ipotizza, per l'anno in corso, tre tagli da 0,25 punti. Alcuni studi ipotizzano che il Treasury decennale dovrebbe scendere al 3,25% (rispetto all'attuale 4,05%) per raggiungere un significativo contenimento dei costi per interessi. In tale contesto assisteremo ad un **indebolimento del dollaro** come ipotizzato in «VALUTE».

Aspettative del mercato per il tasso di riferimento (Set25 & Dic26)



Debito pubblico europeo

L'inflazione nell'Eurozona ad agosto è stata leggermente **superiore alle attese**, suscitando preoccupazioni sull'orientamento futuro dei tassi di riferimento della BCE che nel meeting del 11 Settembre sono stati mantenuti invariati. La Francia, con debito elevato e con la recente instabilità politica, dovrà offrire rendimenti più elevati per attrarre investitori. Anche il Regno Unito evidenzia tensioni sul debito a lungo termine con il trentennale ai massimi da decenni, un chiaro segnale di allerta. Al momento l'Italia, con un saldo primario positivo ed un debito in miglioramento, vede una certa stabilità dei propri tassi di finanziamento.



I rischi della «bolla AI»

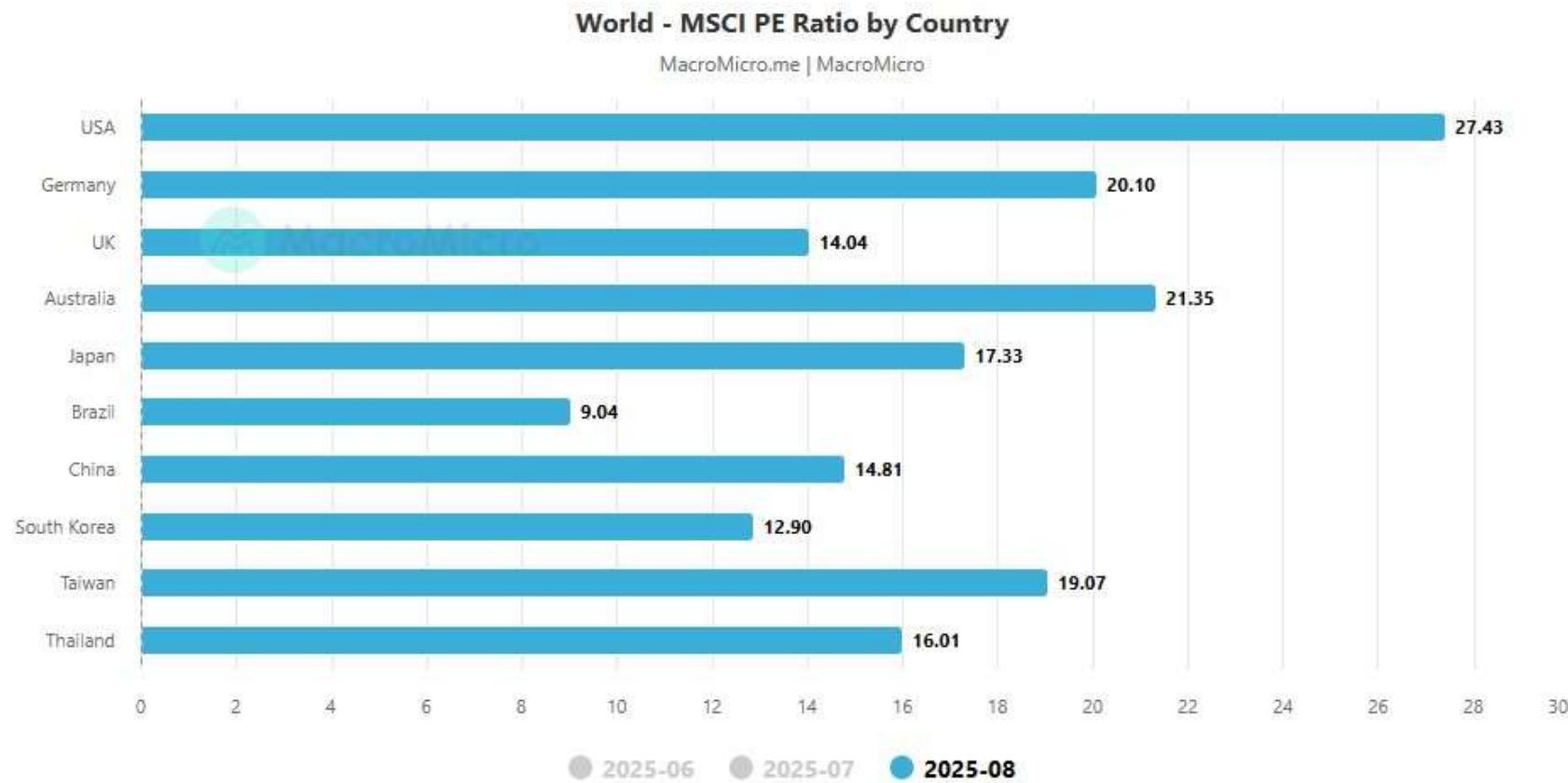
Le grandi aziende tecnologiche USA continuano a mostrare utili in crescita e a investire enormi capitali in data center, chip e infrastrutture per l'Intelligenza Artificiale. Questo ha alimentato aspettative particolarmente elevate che si riflettono in prezzi con **multipli superiori a 50 volte gli utili**. Il mercato vive quindi un **paradosso**: da un lato, l'AI rappresenta una straordinaria frontiera economica; dall'altro, la grande concentrazione settoriale espone gli investitori a rischi non trascurabili.

Earnings and market cap concentration rising and near record-high levels in S&P 500

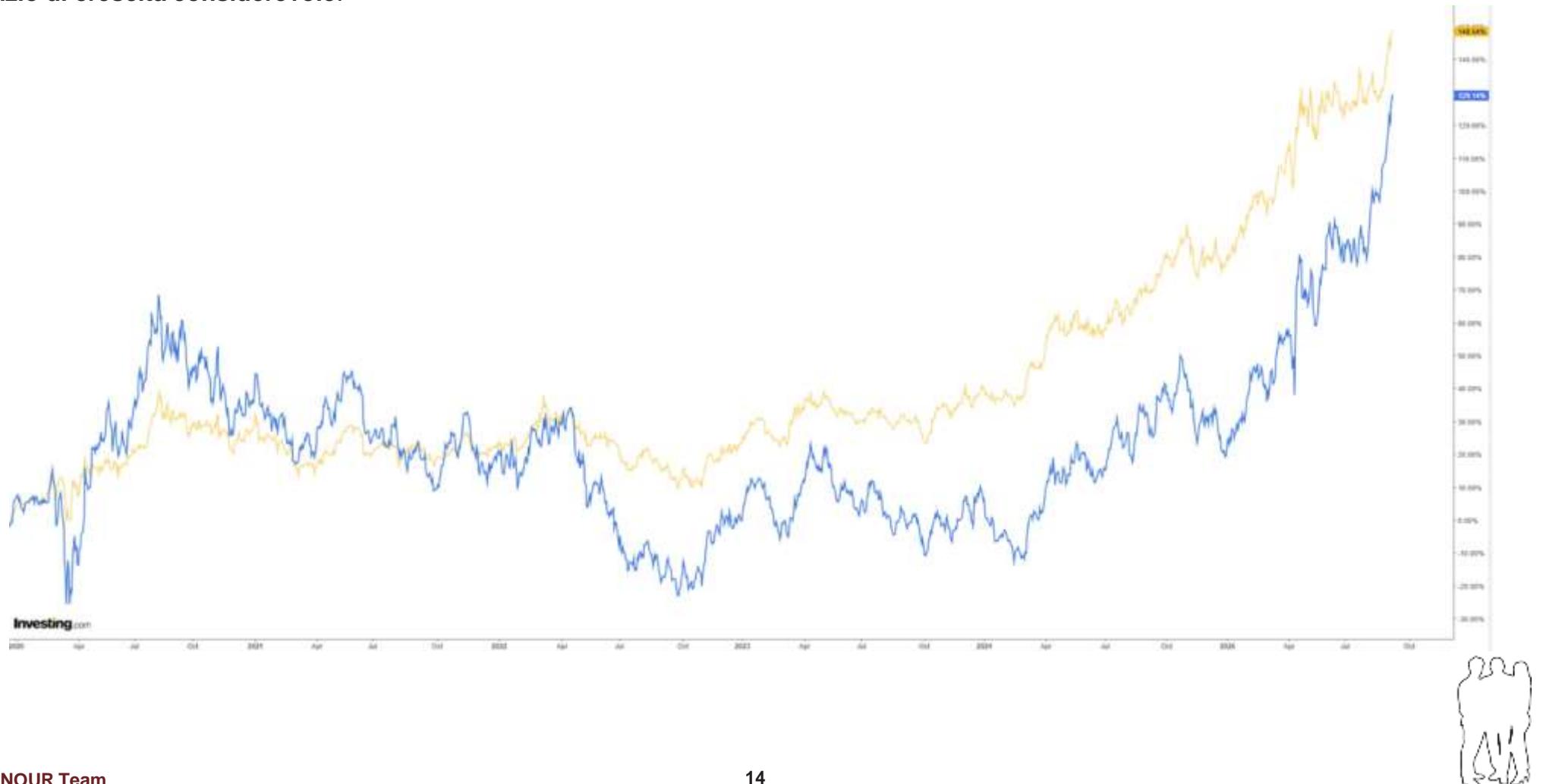


Source: Bloomberg, Apollo Chief Economist

Il mondo sta affrontando cambiamenti epocali e costruendo nuovi modelli alla ricerca di equilibri sostenibili per i decenni a venire. C'è un passato scritto nei numeri per alcuni aspetti allarmante, e c'è un presente che va analizzato in modo disciplinato. **La sensazione è che in occidente si stia andando verso un rallentamento economico che sui mercati finanziari non trova ancora riscontro.** Ne sono prova i coefficienti di Prezzo/Utili elevati. In un contesto caratterizzato da **conflitti geopolitici, guerre irrisolte e deglobalizzazione**, sarà necessario adottare **un atteggiamento realistico e particolarmente prudente.**

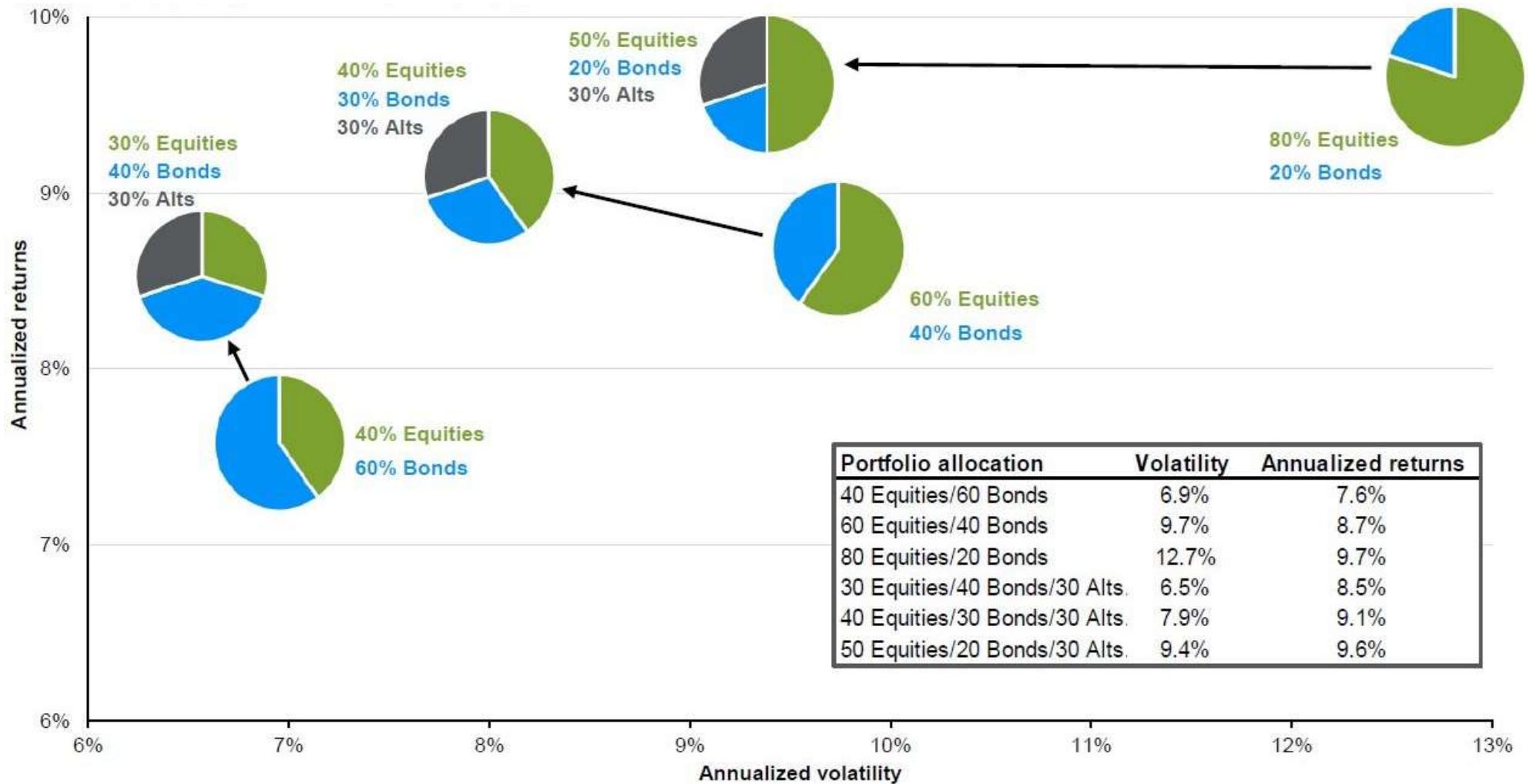


Abbiamo voluto mettere a confronto **l'andamento dell'oro fisico rispetto all'indice azionario delle aziende minerarie** che estraggono il metallo prezioso. Si nota una marcata dicotomia che inizia nel 2022, quando l'oro fisico iniziò un percorso visibilmente divergente. Quali le ragioni? Abbiamo concluso che la differenza sia stata dettata dai **nuovi ordini delle banche centrali tornate a incrementare dopo tanti anni le loro riserve aurifere**. Una ponderazione che ad oggi supera il 20% delle riserve nella loro complessità, in alcuni casi risultando più consistenti delle riserve di dollaro americano. Si tratta di un fatto molto rilevante e probabilmente strutturale. **Sebbene l'indice azionario delle miniere sia cresciuto mediamente del 100% nel corso del 2025 pensiamo che con un P/E di 10 volte gli utili il settore abbia davanti a se ancora uno spazio di crescita considerevole.**



NUOVI STRUMENTI P.E.

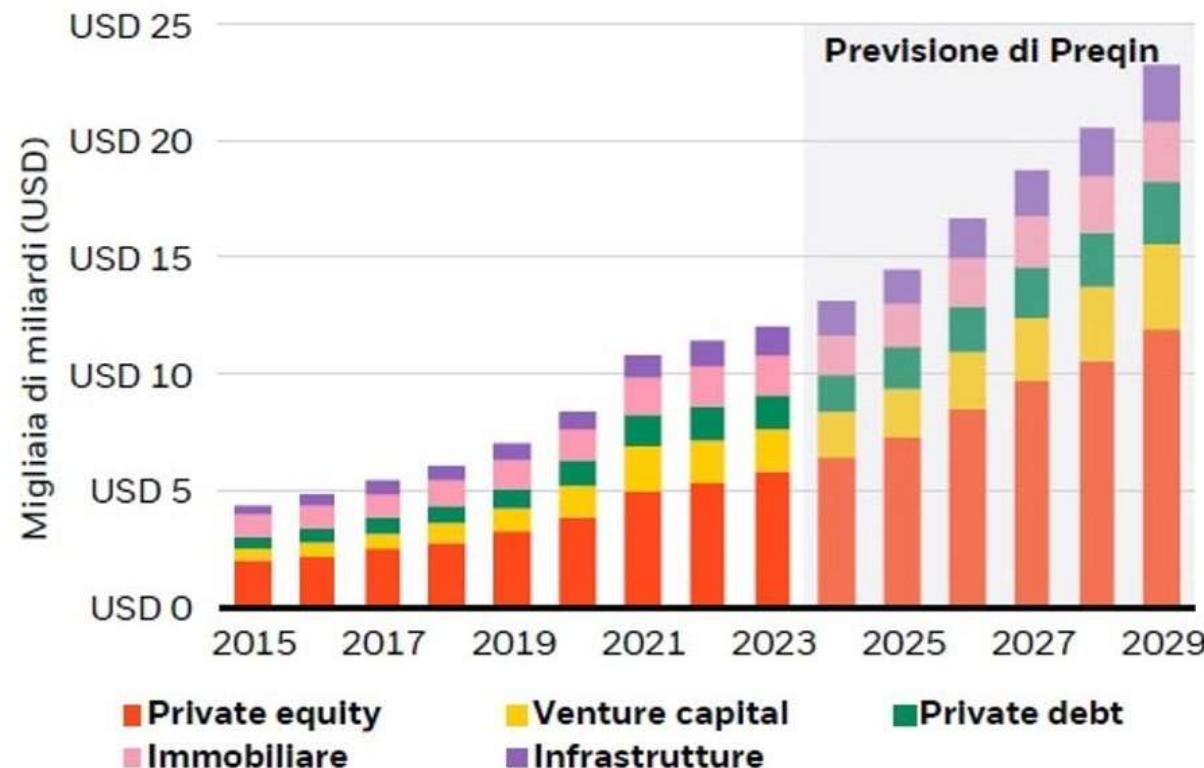
Maggiori ritorni a fronte di minore volatilità



Fenomeno in forte espansione

Gli investimenti ALTERNATIVI possono offrire una fonte di redditività significativa e nel contempo garantiscono una minore volatilità.

Due aspetti entrambi di segno positivo che diventano elementi di preferenza da parte degli investitori. Si tratta di investimenti che richiedono dosi di competenza più elevate rispetto ai titoli dei mercati quotati da cui sono significativamente decorrelati. Assisteremo nei prossimi anni ad un'espansione del settore.



Azimut DEMOS 1

FOCUS

Investimenti di maggioranza in PMI italiane, con un approccio di lungo termine alla creazione di valore

AVVIO

2020

DIMENSIONE

€ 279M

AMMONTARE INVESTITO

€ 198M (c. 70% del totale sottoscritto, c. 88% dell'ammontare investibile)

TARGET PORTAFOGLIO

6-8 investimenti (di cui 6 già effettuati)

TICKET MEDIO INVESTITO

c. € 33M

MOIC

1.8x - 2.0x

SICER 2020



Fatturato € 129M

Produttore e distributore di prodotti chimici speciali per il trattamento di lastre di gres porcellanato.

D.M.O. Pet Care 2020



Fatturato € 281M

Seconda catena italiana di negozi specializzati in prodotti e servizi per animali di compagnia.

INDUPLAST 2021



Fatturato € 53M

Progettista, produttore di contenitori e distributore di cosmetici.

C.B.G. ACCIAI 2022



Fatturato € 63M

Produttore e distributore di lame in acciaio di alta qualità e precisione per diverse applicazioni industriali.

NEXT IMAGING 2023



Fatturato € 44M

Distributore a valore aggiunto di soluzioni di imaging e visione artificiale.

VALUE GROUP 2023



Fatturato € 48M

Gestione delle emergenze e delle situazioni di irregolarità operative nell'ambito dei trasporti aerei.



Tesi investimento

MERCATO: Mercato di riferimento interessato da trend favorevoli di crescita con riferimento ai principali prodotti offerti da SICER

VANTAGGIO COMPETITIVO: Offerta di prodotti specializzati di livello superiore, riconosciuti a livello globale

BASE CLIENTI CONSOLIDATA: Relazioni durature con i principali produttori mondiali di ceramica, grazie all'eccellenza nel livello di servizio e nella capacità di personalizzazione

FOOTPRINT: Impianti di produzione all'avanguardia di ultima generazione situati nei distretti ceramici più rilevanti

PERFORMANCE FINANZIARIE: Forte crescita storica con dimostrata resilienza a crisi economiche e tensioni geopolitiche

PIATTAFORMA: Opportunità di promuovere un consolidamento nel settore

Gestione investimento

ACQUISIZIONE: Acquisto del 65% del capitale sociale di SICER per € 34.3M a Novembre 2020

GOVERNANCE:

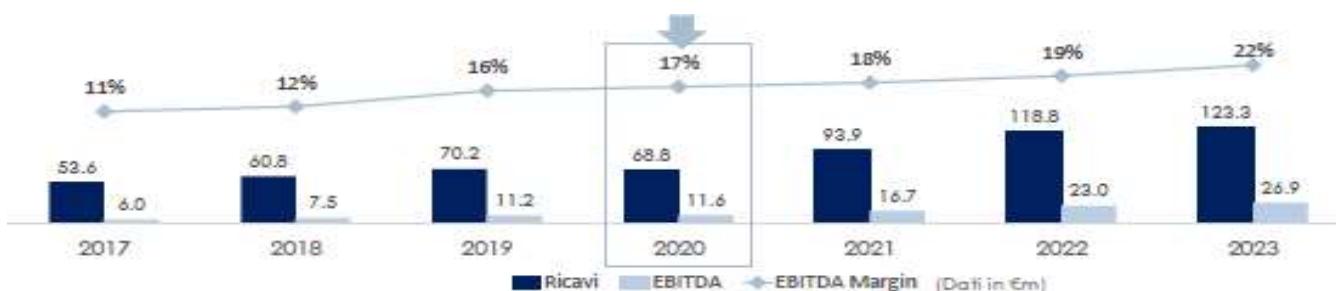
- Controllo del Consiglio di Amministrazione (#3 di #5 membri)
- Controllo del Consiglio Sindacale (#2 di #3 membri)
- Coinvolgimento in comitati esecutivi per i progetti strategici

M&A: Acquisto di un impianto produttivo nel distretto ceramico spagnolo nel 2021 (ex CERFRIT, asset deal) e completati buy-back di minoranze in India, Messico e Indonesia

EXPANSION CAPEX: Investiti oltre € 20M per aumentare la capacità produttiva e rinnovare gli impianti (Italia, Spagna, USA e India), a sostegno della crescita organica

PERFORMANCE: Crescita dei ricavi di 1.8x e crescita dell'EBITDA di 2.3x

EXIT: Cessione della quota detenuta in SICER realizzando un ritorno MoM di ~3x (signing a Dicembre 2024, closing atteso entro la fine del IQ2025)



Azimut ELTIF - Private equity demos 2.0

Private Equity Demos 2.0 investirà prevalentemente in **quote di maggioranza di PMI Italiane**, con fatturato compreso tra €30 e €100M ed EBITDA compreso tra €5 e €20M, garantendosi una rappresentanza rilevante all'interno degli organi decisionali.



Sulla base dei dati statistici ad oggi disponibili, le **PMI rappresentano il principale target verso cui si sono indirizzati gli investimenti di private equity** (c. 84% sul numero complessivo di operazioni), confermando nuovamente il corretto posizionamento del fondo Demos 2.0 in termini di accesso al potenziale dealflow.

All'interno del programma di co-investimento, i due fondi hanno l'obiettivo di effettuare **fino ad 8 investimenti** (con un ticket medio previsto tra € 30M e € 40M sulla base di una raccolta target complessiva di € 360M (ELTIF + FIA).

Opportunità di coinvestimento

L'offerta agli investitori sarà strutturata tramite un programma di investimento che prevede il lancio di 2 prodotti con una raccolta target complessiva pari a € 360M

		AZIMUT ELTIF - Private Equity Demos 2.0	Azimut Demos 2
SOCIETÀ DI GESTIONE	Azimut Investment SA*		Azimut Libera Impresa SGR
CLIENTELA	Retail/Professionale		Professionale / Istituzionale
TARGET	€180m		€180m
NORMATIVA ESG	Art. 6 SFDR		Art. 8 SFDR

- Entrambi i fondi co-parteciperanno alle stesse opportunità di investimento, con il vantaggio di poter investire in misura maggiore nelle aziende target.
- Grazie all'esposizione del fondo Azimut Demos 2 (art. 8) ad aziende che promuovono caratteristiche ESG, anche il fondo Azimut ELTIF - Private Equity Demons 2.0 (art. 6) beneficerà di un profilo ESG più elevato.



YHOX - Prodotto innovativo al secondo vintage

La **seconda edizione di YHOX** nasce nel solco della partnership tra Electa e il Gruppo Azimut (avviata nel 2014 e rafforzatasi in un decennio di progetti alternativi di successo) e consolida il percorso nel Private Equity europeo con approccio smart e professionale, reso accessibile agli investitori del Gruppo.

YHOX opera nel mercato del **Private Equity**, un'industria matura in Europa, che si caratterizza per operazioni negoziate e costruite con una logica <>taylor made<>, in funzione delle peculiarità dell'azienda sottostante, definendola quindi un <>people business<>.

SETTEMBRE 2022*

AZ RAIF I - YHOX

* Data di inizio collocamento.

GENNAIO 2025

AZ RAIF II - YHOX II



La capacità di origination ed execution di YHOX, sostenuta tramite le capacità e le relazioni professionali consolidate da Electa in oltre 20 anni di attività nel settore, è **pantografata** e si articola su 3 direttive chiave:

Young Horses

Giovani talenti del Private Equity, con un background pluriennale in player del settore, che hanno un forte spirito imprenditoriale e lanciano una propria iniziativa e per i quali YHOX è un volano.

Electa stabilisce accordi di partnership tecnica e operativa a supporto dell'attività dell'iniziativa (avendo così accesso diretto alla pipeline) e contrattualizza **significativi diritti di coinvestimento Eventuale contenuto investimento di YHOX nell'iniziativa di PE** e ampio accesso ai coinvestimenti

old foxes

Player e team con comprovata esperienza pluriennale nel settore del Private Equity, lungo track record di successo ed elevata riconoscibilità.

Electa ha stabilito accordi di partnership tecnica di advisory con operatori che assiste da decenni, con accesso a **significativi diritti di co-investimento**

Eventuale contenuto investimento di YHOX nell'iniziativa di PE e ampio accesso ai coinvestimenti **Super senior dell'industry del Private Equity** con consolidate relazioni e track record che promuovono investimenti puntuali. La flessibilità di YHOX con le competenze di Electa incontra la loro capacità di generazione di deal senza dover intraprendere un'iniziativa di lancio di fondo decennale.

Electa stabilisce **accordi puntuali** in riferimento ai singoli investimenti
Investimenti di **YHOX in operazioni su singole società** o aggregazioni

operazione electa

Operazioni promosse da Electa Ventures, tra cui:

Operazioni private (Private Equity like)
Co-investimenti e investimenti alternativi in hybrid capital (es. mezzani, high-yield portfolio backed-financing)
P.I.P.E. (investimento in società quotate attraverso holding imprenditoriali private)



« *Ho 99 problemi e provengono tutti da stime troppo ottimistiche* »

Charlie Munger (former Vice Chairman of Berkshire Hathaway)

Il presente documento è stato redatto dal Team Honour sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla consultazione interna a scopo informativo. Il Team Honour non potrà essere ritenuto responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte di terzi cui il presente documento dovesse essere messo a disposizione, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari di qualsivoglia potenziale destinatario del documento stesso. Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente il Team Honour è sollevato da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Il documento è di proprietà del Team Honour, il quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente documento si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento è a completo rischio dell'utente.