

REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part.I

New regime, new opportunities, Macro and whole portfolio news



REDFISH RESEARCH TEAM

For Institutional/Wholesale/Professional clients and qualified investors only
Not for retail use or distribution

Focus USA

Andamento delle “Non-Farm Payrolls” negli Stati Uniti

Confronto tra l'occupazione totale e quella esclusa dai settori governo, sanità, tempo libero e ospitalità.

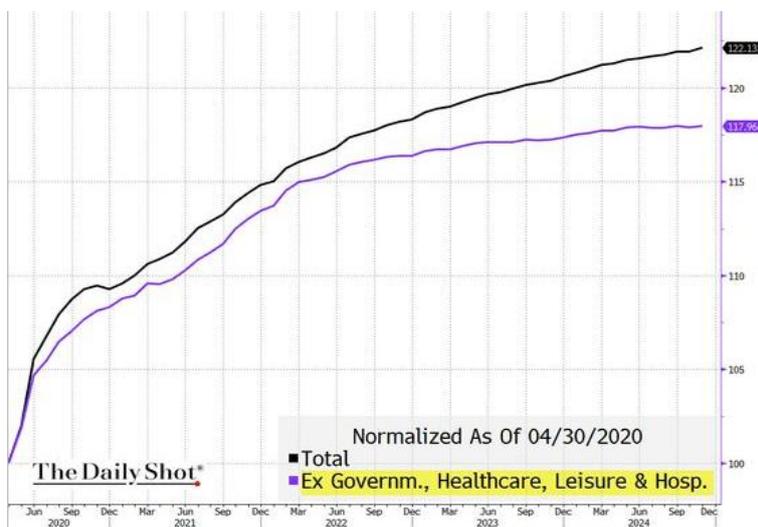


Grafico 3

Fonte: The Daily Shot, Bloomberg

J. Powell: “L'economia ha registrato una crescita superiore alle aspettative nella seconda metà del 2024.” Potrebbe esserci un collegamento diretto con l'utilizzo spropositato di debito in particolare nella seconda metà del 2024.

Andamento del debito complessivo

Incremento del debito totale nella seconda metà del 2024

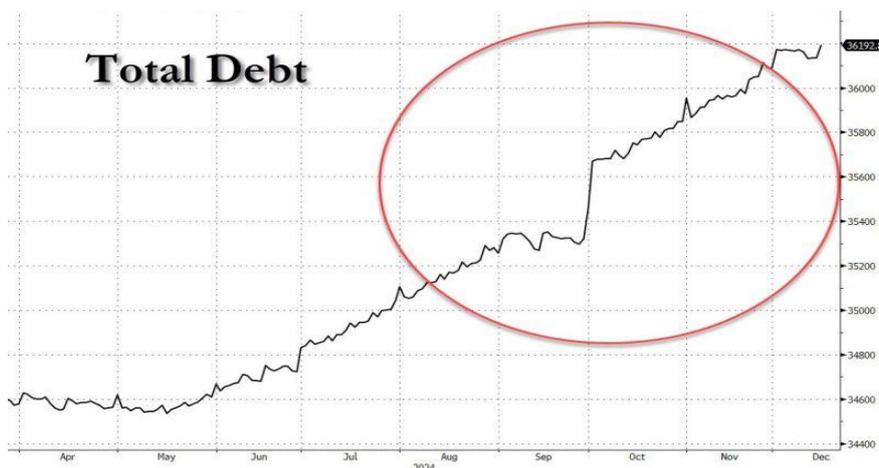


Grafico 4

Fonte: The Daily Shot, ZeroHedge

Il credito al consumo complessivo negli Stati Uniti, espresso come percentuale del reddito personale disponibile, mostra una tendenza di continua diminuzione negli ultimi mesi. Dopo un picco raggiunto durante la ripresa economica successiva alla crisi legata alla pandemia di COVID-19, l'indice ha iniziato a calare gradualmente.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Credito al consumo complessivo negli Stati Uniti in % del reddito personale disponibile

Andamento del credito al consumo rispetto al reddito disponibile negli Stati Uniti (2017-2024).

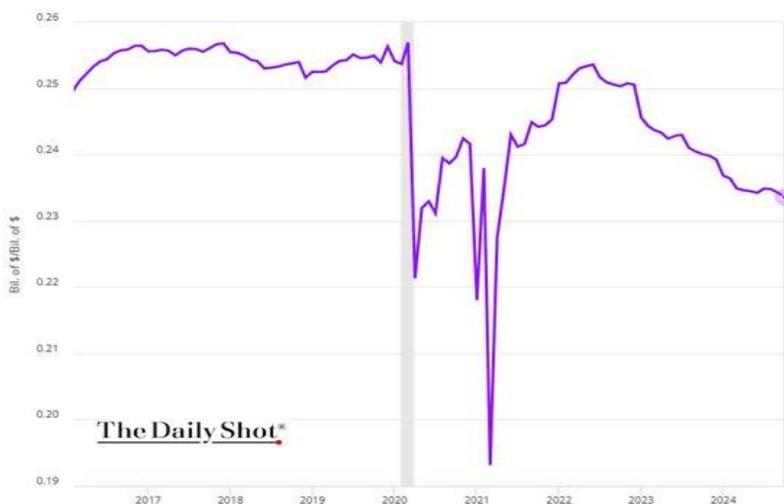


Grafico 5

Fonte: The Daily Shot, FRED

Lo spread tra i tassi ipotecari e i rendimenti a 30 anni rappresenta il premio di rischio aggiuntivo richiesto dagli emittenti di mutui ipotecari per estendere il credito ai consumatori, a differenza del governo, che ha la capacità di stampare quantità illimitate di capitale. È importante notare che queste istituzioni finanziarie spesso fungono da indicatori affidabili di recessione, in quanto tendono a richiedere un premio di rischio più elevato per i mutui quando l'economia inizia la sua recessione.

Tassi Ipotecari vs Spread sui Rendimenti Obbligazionari a 30 Anni

Evidenza di picchi che hanno successivamente portato a periodi di recessione

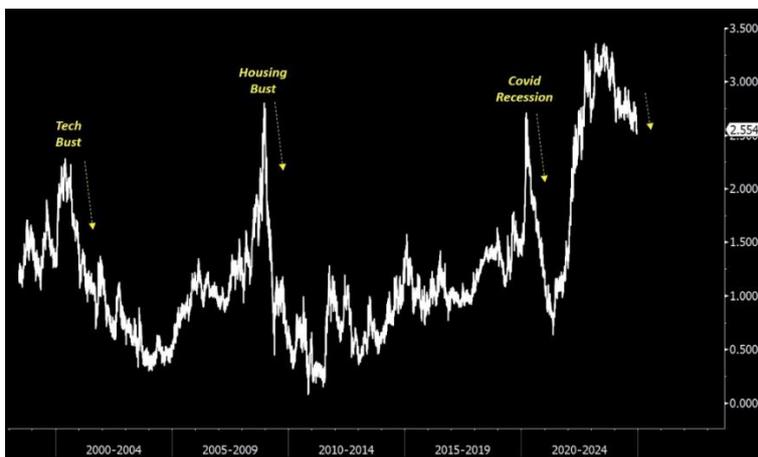


Grafico 6

Fonte: Crescat Capital LLC; Tavi Costa; Bloomberg; dic.24

Le revisioni dei dati economici statunitensi possono avere un lungo ritardo; per esempio nel 2001 ci è voluto più di un anno per ottenere la stima finale del PIL del primo trimestre.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

È stato rivisto da +2,0% a -1,3%. Ci sono voluti più di 12 mesi per scoprire che l'economia statunitense è caduta in recessione nel primo trimestre del 2001. E' probabile dunque che la storia si ripeta.

Revisione del PIL nel 2001

Stima iniziale del PIL nel 2001 successivamente rivista

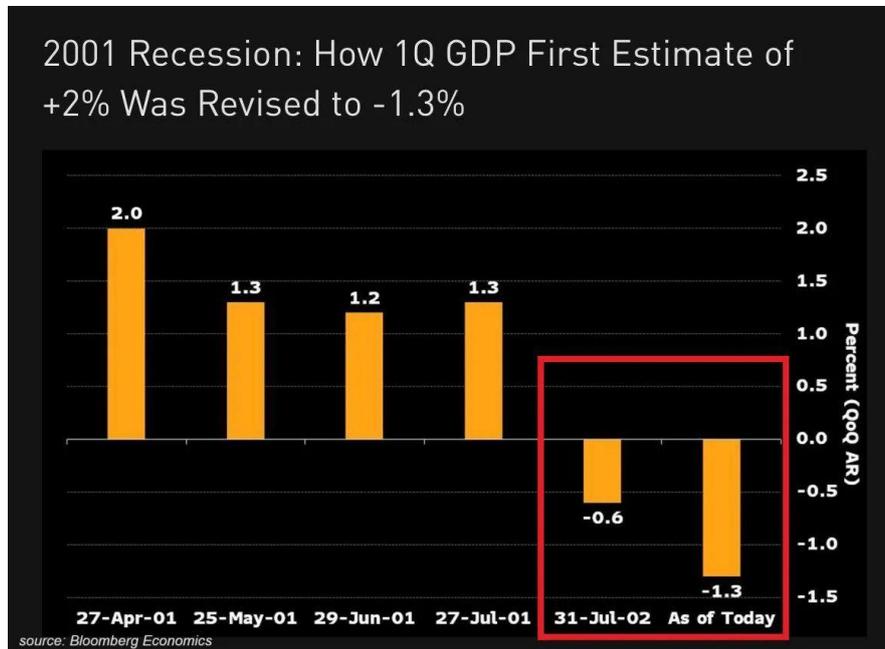


Grafico 7

Fonte: Global Market Investor, Bloomberg

Le persone abbandonano il lavoro, chiudono le loro attività e si dedicano al trading giornaliero. I broker a basso costo stanno proliferando rapidamente. La classe dei miliardari continua ad ampliarsi soprattutto dopo il periodo post-Covid. Se questa traiettoria proseguisse, potremmo vedere il nostro primo trilionario in tempi brevi.

"Dal 2020 al 2024, nell'arco di soli quattro anni, il governo federale degli Stati Uniti ha aggiunto 12 trilioni di dollari al debito nazionale a causa di una spesa pubblica senza precedenti. Per mettere le cose in prospettiva, ci sono voluti 220 anni – da George Washington a Barack Obama – per accumulare i primi 12 trilioni di dollari di debito." (E molti altri paesi hanno seguito la stessa strada, accumulando enormi debiti).

Di conseguenza, l'aumento del debito pubblico corrisponde all'aumento del reddito di qualcun altro. Quando il governo si indebita, in pratica prende in prestito dal futuro, trasferendo il denaro nel settore privato e alle famiglie. Questo crea una situazione in cui troppo denaro insegue troppe poche risorse, poiché il governo non produce beni o servizi.

Questo fenomeno ha spinto la capitalizzazione di mercato delle azioni statunitensi al 208% del PIL. (Secondo l'indicatore di Warren Buffet, qualsiasi valore superiore al 100% indica una sopravvalutazione.) Questo avviene perché il denaro preso in prestito dal governo finisce per gonfiare i multipli prezzo/utili (P/E) più di quanto non aumenti gli utili per azione (EPS) delle aziende.

La lezione chiave? Seguire sempre la **LIQUIDITÀ**.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Crescita del Debito Pubblico degli Stati Uniti

Dal 2020 gli Stati Uniti hanno aggiunto 12 trilioni di dollari al debito pubblico

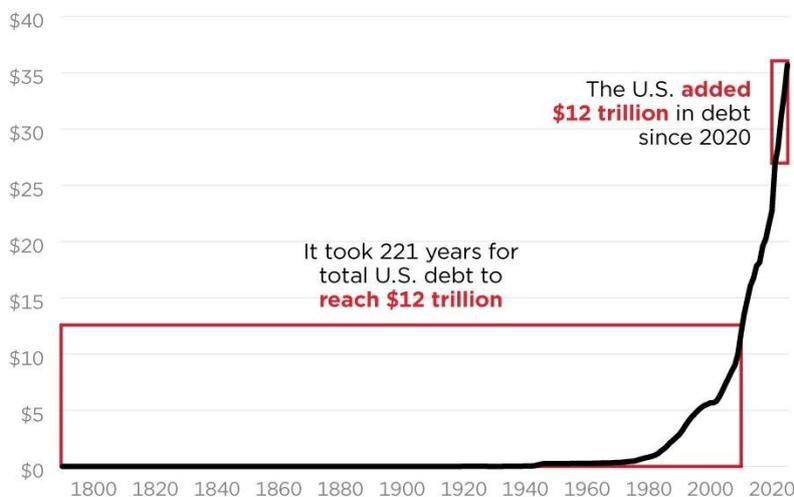


Grafico 8
Fonte: FED

Pagamento Netto degli Interessi sul Debito Pubblico rispetto al PIL

Stime OCSE per il 2025

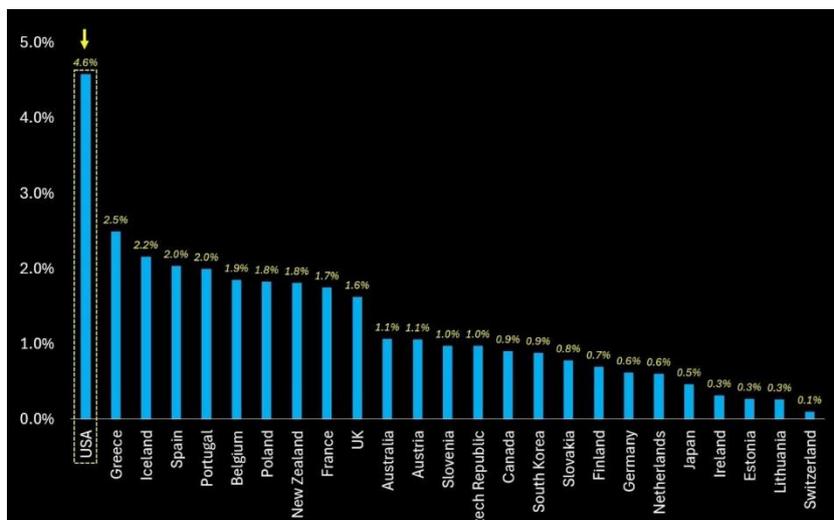


Grafico 9
Fonte: Crescat Capital LLC; Tavi Costa; Bloomberg; OECD Estimates for 2025

In realtà, l'eccezionalismo degli Stati Uniti è per lo più una mezza verità.

Il grafico seguente mostra la crescita media del PIL reale post-pandemia negli Stati Uniti e in Europa (blu) rispetto al disavanzo primario medio (arancione). Il quadro è abbastanza chiaro: gli Stati Uniti hanno iniettato quasi il doppio della quantità di denaro nella loro economia in % del PIL, e questo ha stimolato l'economia statunitense e ha portato a una crescita economica superiore rispetto all'Europa.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

A dire il vero, gli Stati Uniti hanno utilizzato in modo più efficiente i deficit di bilancio: spendendo quasi il doppio dei soldi dell'Europa, gli Stati Uniti hanno raggiunto una crescita del PIL reale di 3 volte.

Si noti come abbiamo eliminato i pagamenti degli interessi e abbiamo invece utilizzato i disavanzi primari (tasse meno spesa). La metà del deficit di bilancio degli Stati Uniti è rappresentata dalla spesa per interessi sul debito, e i fondi pensione che raccolgono cedole sui buoni del Tesoro hanno poco o nessun effetto nel risanare l'economia. Invece, i deficit primari alimentano direttamente l'economia, poiché lo Zio Sam spende più di quanto tassa. In ogni caso, la relazione regge: la vera cosa eccezionale degli Stati Uniti sono i loro massicci deficit primari. Siamo di fronte a un'economia molto efficiente, ma ancora alimentata dal debito.

Crescita del PIL Reale post pandemia Covid

Valori medi dal 2020 - 2024

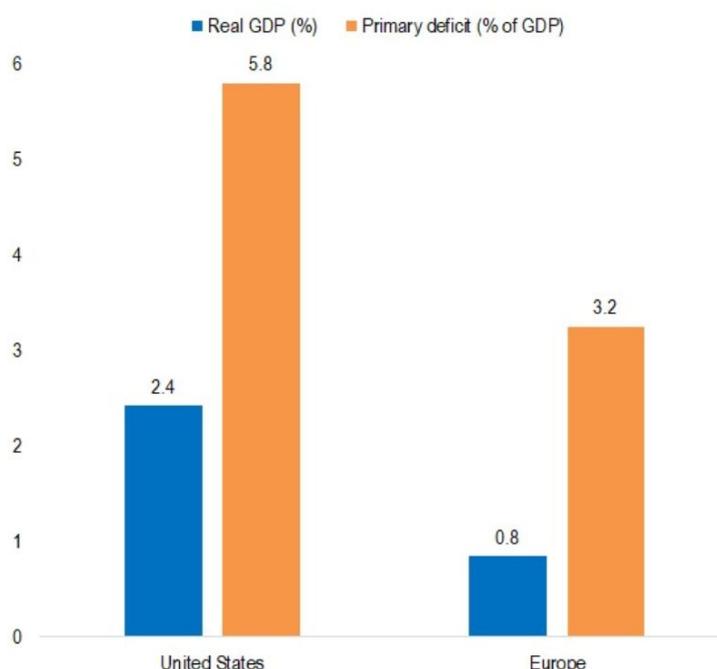


Grafico 10

Fonte: The Macro Compass

D. Trump e USA nei prossimi anni:

La probabile risposta politica – una combinazione di riduzione della spesa pubblica e tassi di interesse più bassi – ha storicamente indebolito il dollaro, soprattutto rispetto ai beni materiali e alle altre valute.

Per quello che vale, l'ultima volta che abbiamo assistito a un picco così estremo nell'apprezzamento del dollaro è stato dopo l'elezione di Trump nel 2016. Tale tendenza si è rapidamente invertita l'anno successivo, poiché le sue politiche hanno portato a un dollaro più debole.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Rally del Dollaro USA

Valore storico: 2000 – Nov.2024



Grafico 11

Fonte: Crescat Capital LLC: Tavi Costa, Peter Krauth; Bloomberg;

Il rapporto tra il valore degli Stati Uniti e i titoli growth è crollato al minimo degli ultimi 24 anni, sulla buona strada per scendere al livello più basso degli ultimi 42 anni. **Dalla fine della crisi finanziaria, i titoli growth hanno sovraperformato il Value di quasi 3 volte.**

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Europa e USA a confronto

Le performance delle azioni statunitensi sono "eccezionali" rispetto alle azioni europee

Prezzo relativo delle azioni statunitensi rispetto a quelle europee (in termini di dollari USA)



Grafico 1

Fonte: BofA Global investment Strategy, GDF Finaeon

I prezzi delle azioni statunitensi rispetto alle azioni europee sono saliti alle stelle a 3,6 volte, il massimo mai registrato. Questo è 3 volte superiore alla media a lungo termine di 1,2x.

L'indice S&P 500 è salito del 26,5% quest'anno ed è sulla buona strada per la sua migliore performance annuale in 26 anni.

La capitalizzazione del mercato azionario statunitense rappresenta ora il **74% dell'indice MSCI World**, un nuovo massimo storico. Dalla fine della crisi finanziaria del 2008, questa percentuale è aumentata del ~25%. *In confronto, la quota dell'Europa e del Giappone è diminuita rispettivamente del ~15% e del ~5%.*

Di conseguenza, la quota degli Stati Uniti nella capitalizzazione di mercato globale è ora 4 volte più grande di Europa e Giappone messi insieme.

Ciò avviene mentre l'S&P 500 ha guadagnato il 450% negli ultimi 15 anni rispetto a un guadagno del 70% e del 310% dell'Euro Stoxx 50 e del Nikkei 225.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Indicatore del valore azionario globale

Confronto tra Small vs Large, Value vs Growth e Global ex-US vs USA (1994-2024)

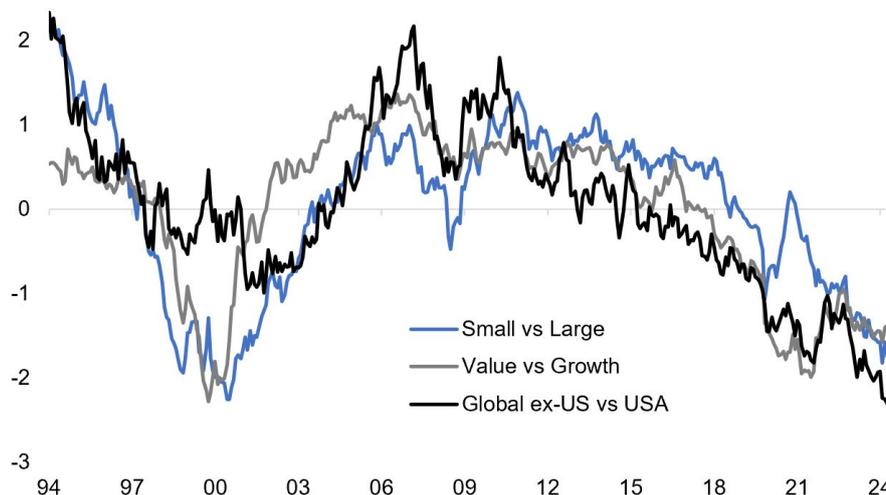


Grafico 2

Fonte: Topdown Charts, LSEG

La divergenza di valutazione tra small vs large, value vs growth e global ex-US vs US ha raggiunto livelli estremi, visti l'ultima volta durante la bolla delle dot com.

Andamento storico e previsione dell'S&P500 e LTM EPS

Confronto tra il prezzo dell'S&P 500 e gli utili per azione degli ultimi 12 mesi



RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

■ S&P 500 price (left-hand side) ■ LTM EPS (right-hand side)

Grafico 3

Fonte: Goldman Sachs Research

Ad un certo punto la vistosa correlazione fra liquidità e quotazioni azionarie aveva persuaso molti che il bull market fosse il mero riflesso del Quantitative Easing della Federal Reserve.

Ragion per cui, una volta avviato il QT, lo smantellamento del bilancio dell'istituto di emissione americano sarebbe coinciso con un inevitabile mercato Orso negli Stati Uniti ed a ruota nel resto del mondo.

Non è andato come paventato da molti.

Correlazione non implica causazione.

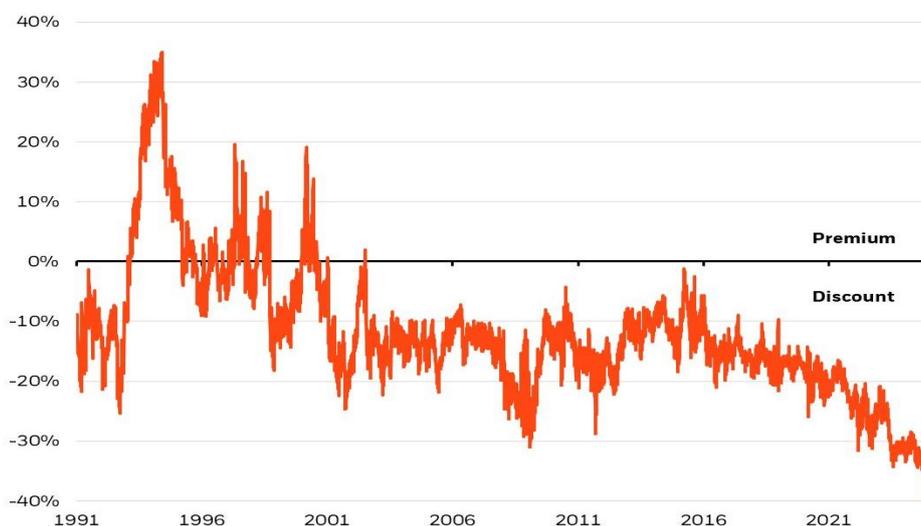
L'espansione degli attivi delle banche centrali ha sostenuto la ripresa economica e la capacità di generazione dei profitti aziendali. Una volta superata l'emergenza, le aziende (quotate) sono riuscite a produrre EPS anche senza il tutoraggio delle banche centrali.

Risultato: le dimensioni del bilancio della Fed sono in ripiegamento (linea azzurra in alto nella figura), ma le quotazioni delle borse mondiali continuano a migliorare (linea rossa); perché sono gli utili aziendali (linea blue, in basso) la variabile chiave del mercato azionario.

Secondo Goldman Sachs, gli EPS saliranno a 268 dollari nel 2025, e questo è compatibile, in ipotesi di invarianza dei multipli, con uno S&P500 a 6500 punti fra dodici mesi.

Il grande sconto dell'Europa

Rapporto prezzo/utigli Europa vs USA (1991-2024) – Premium/Discount



Il grafico confronta il rapporto prezzo/utigli a 12 mesi - una metrica di valutazione - degli indici MSCI Europe ex UK e MSCI USA. La linea mostra il rapporto tra la valutazione dell'MSCI Europe ex UK e quella dell'MSCI USA.

Grafico 4

Fonte: BlackRock Investment Institute, LSEG Datastream - Dic.24

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'Europa viaggia con lo sconto più elevato rispetto al US in oltre 30 anni. Anche su base settoriale, i ricavi generati o contabilizzati in Europa non sembrano avere un valore così elevato. Alla madre di tutti gli investimenti value manca un catalizzatore, quale sarà?

Confronto tra Aziende Statunitensi ed Europee di Nuova Generazione

Aziende pubbliche fondate ex novo, con meno di 50 anni e un market cap. superiore ai \$10B+ USA vs Europa.

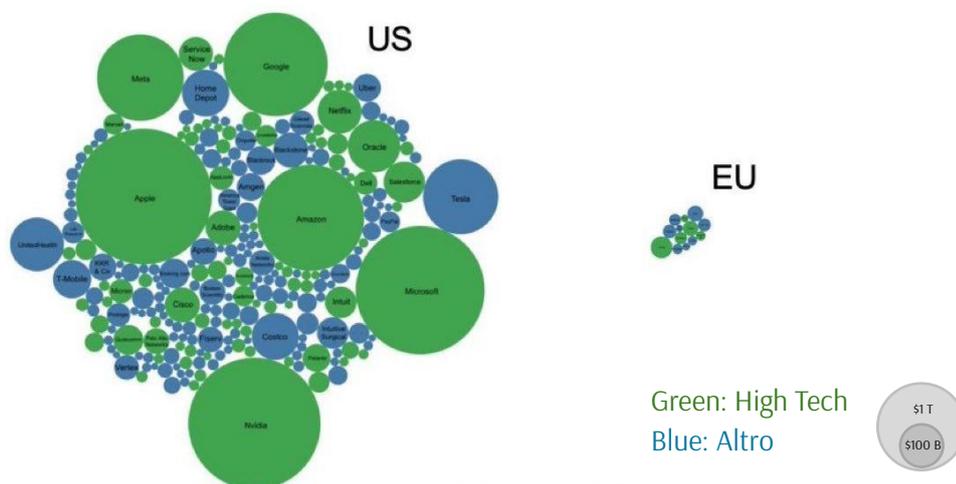


Grafico 5

Fonte: Public company financial data from FactSet as of December 2023. MIT analysis.

La supremazia tecnologica statunitense mostra come l'effetto apparentemente bolla è frutto in realtà della capacità di crescita delle aziende americane contro quelle europee. Diverse ragioni, su tutte il ruolo imperialista USA – innovation friendly contro una EU come affannosamente inseguita con regolamentazione e frammentazione nazionale.

Nel grafico 9 vediamo semplicemente la differenza tra US e EU di creare aziende con oltre 10 miliardi di market cap negli ultimi 50 anni.

Performance a confronto: Russell 2000 vs CAC40

Il Russell 2000 ha guadagnato il 10% nell'ultimo mese, il CAC solo il 9% in 24 anni.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

CAC40 7,196.21 EUR +53.17 +0.74%

See on Supercharts

CAC40 chart >

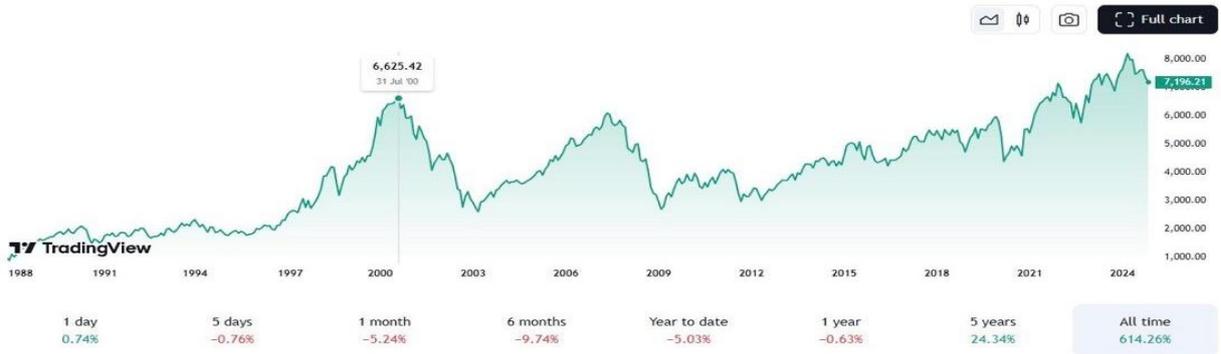


Grafico 6

Fonte: CAC40 chart TradingView

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital



Paolo Pescetto
Founder & Presidente

Professore di Strategia d'Impresa al MIP (Milan Polytechnic School of Management) e all'Università di Genova e lecture of finance alla Bocconi. Vanta più di 10 anni di esperienza nel M&A con Arkios Italy S.p.A. ed oltre 15 anni di esperienza nella Consulenza Strategica con The Boston Consulting Group e con Value Partners.



Andrea Rossotti
Founder & CEO

Laureato in Ingegneria Gestionale presso l'Università di Genova, ha conseguito una specializzazione in M&A e Project Financing presso la LUISS Guido Carli di Roma. Vanta oltre 15 anni di esperienza in M&A con la boutique di advisory Arkios Italy di cui è fondatore. Ha ricoperto diversi ruoli direzionali operativi in multinazionali italiane.



Thomas Avolio
Principal

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università di Genova, ha conseguito una specializzazione in Finanza e Mercati presso la l'Università Carlo Cattaneo di Castellanza. Vanta diversi anni di esperienza nei mercati in CACEIS Bank e nel Private Equity con Redfish, dove ricopre ruoli direzionali nei Board delle Partecipate.

Dichiarazione generale:

Questo materiale è fornito esclusivamente a scopo informativo e non costituisce consulenza in materia di investimenti, una raccomandazione o un'offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui un'offerta, una sollecitazione, un acquisto o una vendita sarebbero illegali secondo le leggi sui titoli di tale giurisdizione. Questo materiale può contenere stime e dichiarazioni previsionali, che possono includere previsioni e non rappresentano una garanzia di performance futura. Queste informazioni non sono intese come complete o esaustive e non si rilasciano dichiarazioni o garanzie, esplicite o implicite, circa l'accuratezza o la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le opinioni espresse sono aggiornate ad agosto 2023 e sono soggette a modifiche senza preavviso. Fare affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale è a esclusiva discrezione del lettore. Investire comporta rischi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital