

REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. II

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

I conflitti armati sono al livello più alto degli ultimi 80 anni

Numero di conflitti armati globali

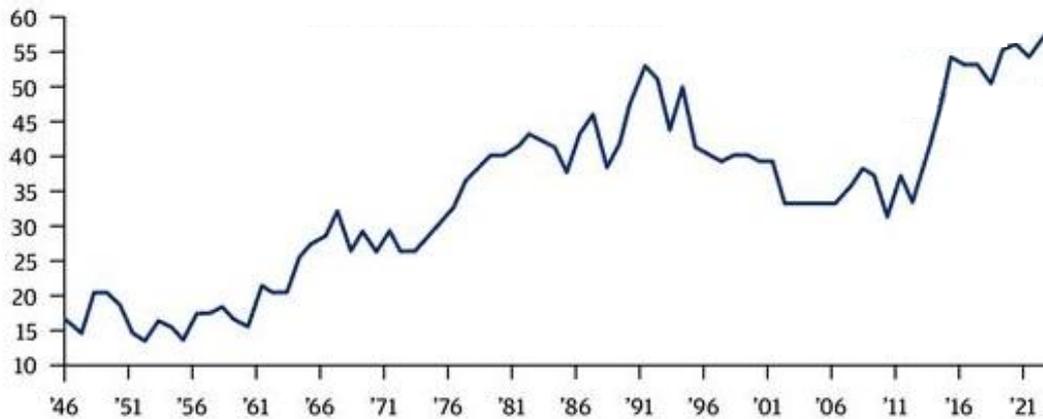


Grafico 1

Fonte: The daily shot, Dic.24

Il numero di conflitti armati nel mondo è ad un *all time high* – portando il quadro geopolitico in una condizione di forte instabilità, con gli Stati Uniti nel bel mezzo di un cambio di atteggiamento in termini di Politica Estera, con Francia e Germania alle prese con una crisi di governo e con un’Europa incapace di avere un peso geopolitico tale da reggersi autonomamente sulle proprie forze anziché subire passivamente le triangolazioni Usa – Cina – Russia.

Rapporto Non-Occupazione & Disoccupazione

Andamento storico: 1950-2025

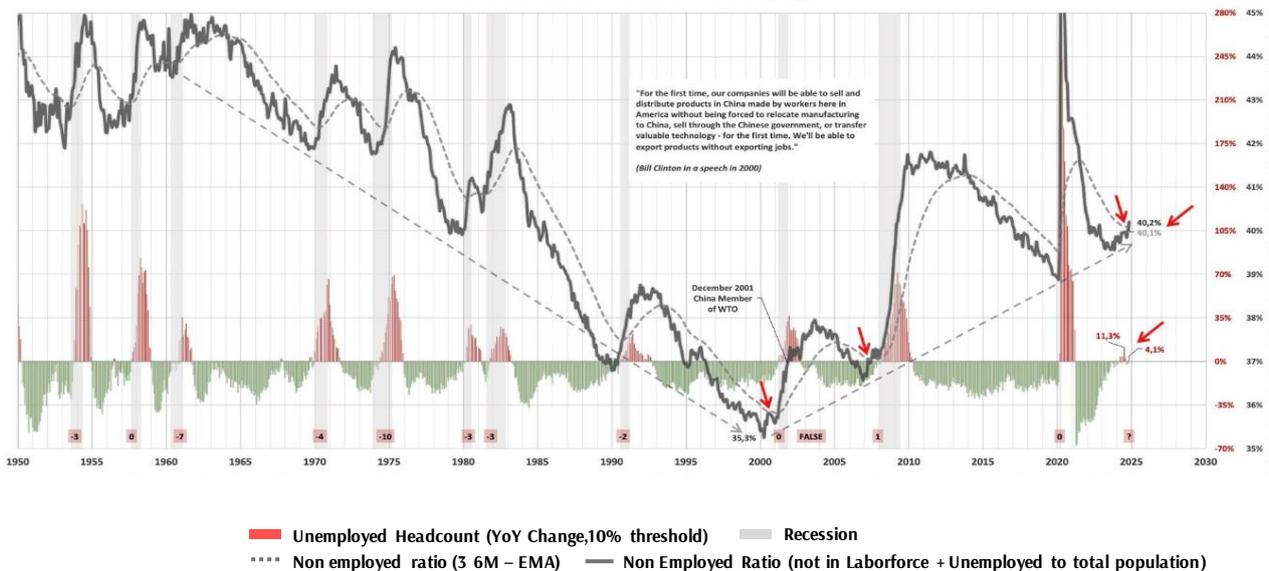


Grafico 2

Fonte: linkedin Flemming Sølvstad Nielsen

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli Stati Uniti sono molto probabilmente già in recessione. Come si evince dal grafico di cui sopra, i dati sull'occupazione di oggi, Non Employed (%) rompe la sua media mobile esponenziale a 36 mesi e il numero di variazioni UnEmployed Head Count su base annua (%) supera la soglia del 10%.

10 delle 11 recessioni dal 1950 sono iniziate prima o nel mese in cui questi 2 indicatori sono stati attivati nello stesso mese, con 1 falso positivo nel giugno 2003. La recessione nel 2008 è iniziata 1 mese dopo l'attivazione degli indicatori.

Il valore mediano dal 1950 indica che le recessioni iniziano 2-3 mesi prima dell'attivazione degli indicatori nello stesso mese, ma non oltre 1 mese dopo.

Stato dell'occupazione negli Stati Uniti

227 mila posti di lavoro a novembre

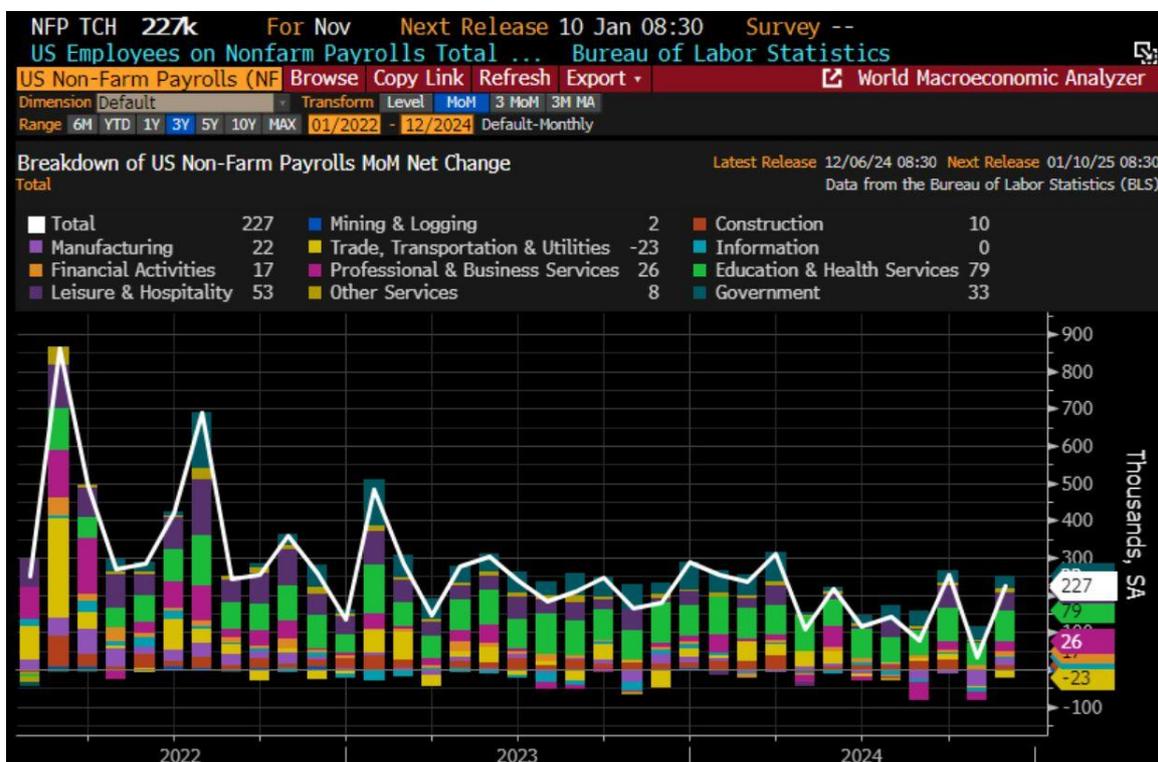


Grafico 3

Fonte: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics

A novembre, secondo l'ultimo rapporto del Bureau of Labor Statistics, l'economia statunitense ha aggiunto 227.000 posti di lavoro, superando le stime di 220.000. Mentre i numeri principali sembrano non recessivi, uno sguardo più attento rivela che la maggior parte della creazione di posti di lavoro si è verificata in "settori non redditizi" come l'istruzione e la sanità, la pubblica amministrazione, mentre il tempo libero e l'ospitalità, probabilmente beneficiando di una spinta stagionale in vista delle festività natalizie.

Tassi d'insolvenza vicini alla Crisi del 2008

Tasso di insolvenza dei CMBS statunitensi legati agli immobili: 2020 – 2024

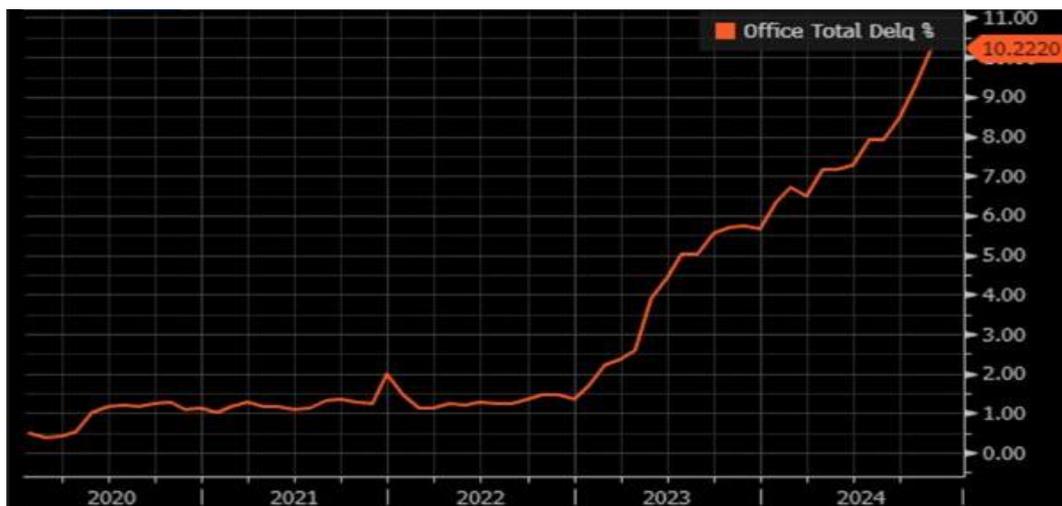


Grafico 4
Fonte: Bloomberg

il tasso di insolvenza dei titoli garantiti da ipoteca commerciale (CMBS) statunitensi legati agli immobili a uso ufficio ha raggiunto il 10,4% nel novembre 2024, avvicinandosi al picco del 10,7% registrato durante la crisi finanziaria del 2008.

Nonostante ciò, apparentemente emerge una grande incoerenza tra macro data in US e mercato finanziario US. Infatti, l'equity statunitense non è mai apparsa così forte.

Mercati Azionari Globali: Prezzo/Valore Contabile

Rapporto Aggregato Prezzo/Valore Contabile – grafici al 02/12/2024



Grafico 5
Fonte: Bloomberg, Tavi Costa

Il rapporto prezzo/valore contabile dell'S&P 500 si avvicina al picco della bolla tecnologica

Micheal Hartnett di BofA afferma che si sta formando un'euforia nel mercato azionario statunitense



Grafico 6
Fonte: Bloomberg

Il rapporto prezzo/valore contabile (P/B) dell'S&P 500 è salito a **5,3x**, il livello più alto dallo scoppio della bolla dot-com del 2000 (**Il rapporto P/B è RADDOPPIATO dal 2020**).

Come promemoria, il valore contabile è il totale delle attività della società meno le sue passività totali.

Il *Grafico 7* presenta un'analisi delle valutazioni del mercato azionario statunitense dal 1928 ad oggi, evidenziando il rapporto tra la capitalizzazione di mercato delle aziende e i loro ricavi effettivi. Questo rapporto consente di individuare chiaramente i cicli storici caratterizzati da picchi e successivi crolli. A partire dal 1929, con il primo grande picco seguito da un drammatico calo, fino ai livelli record raggiunti nel 2024, emerge un pattern ricorrente: dopo ogni crisi significativa, il mercato si è sempre ripreso, portando le valutazioni a raggiungere picchi progressivamente più elevati.

Le aree ombreggiate nel grafico rappresentano le recessioni negli Stati Uniti e mettono in evidenza una correlazione evidente tra queste fasi economiche critiche e le principali correzioni di mercato. Tuttavia, nonostante gli avvertimenti forniti dalla storia, gli investitori tendono spesso a sottovalutare i rischi associati a valutazioni estreme, alimentando la convinzione che questa volta la situazione possa essere diversa.

Questo grafico non rappresenta solo una panoramica storica, ma offre anche un'importante lezione per gli investitori moderni: quando le valutazioni di mercato raggiungono livelli così elevati, è fondamentale adottare un approccio prudente e rivalutare con attenzione il livello di rischio degli investimenti. Ignorare questi segnali può portare a conseguenze significative in termini di rendimento e stabilità finanziaria.

Valutazioni Azionare USA a livelli estremi

Rapporto tra capitalizzazione di mercato e ricavi delle aziende

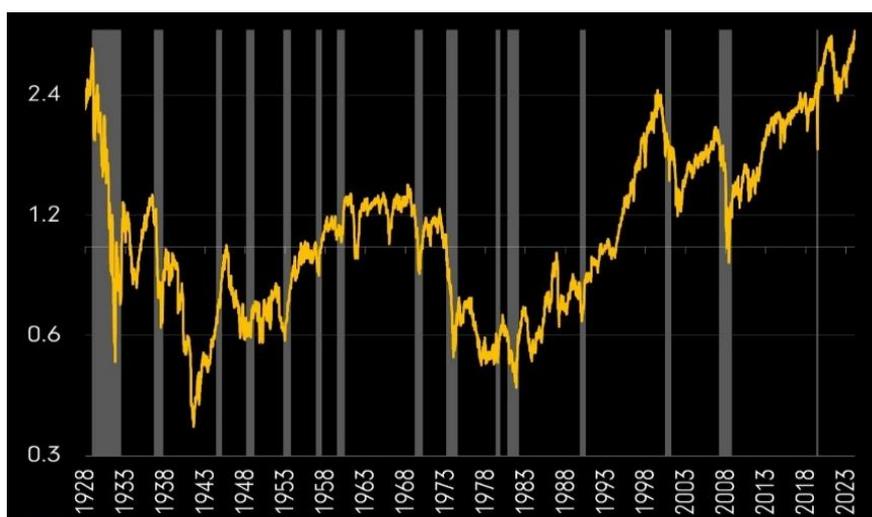


Grafico 7

Fonte: FED; Hussman Strategic Advisors, Standard & Poors

L'indebolimento dell'ampiezza si riflette nella forte underperformance dell'indice equal-weighted, poiché il titolo medio dell'S&P 500 è sempre più in ritardo rispetto all'indice, trainato invece dalle **magnifiche 7** e dal loro contributo sproporzionato nell'indice. Difatti, Quando le "Magnifiche 7" performano significativamente meglio del resto del mercato, come è avvenuto spesso negli ultimi anni, si crea una divergenza evidente tra i due indici, con il tradizionale S&P 500 che tende a sovraperformare l'indice equal-weighted.

Confronto S&P 500 e S&P 500 Equal Weighted Index

S&P 500 trainato dalle magnifiche 7 che confidandone le performance

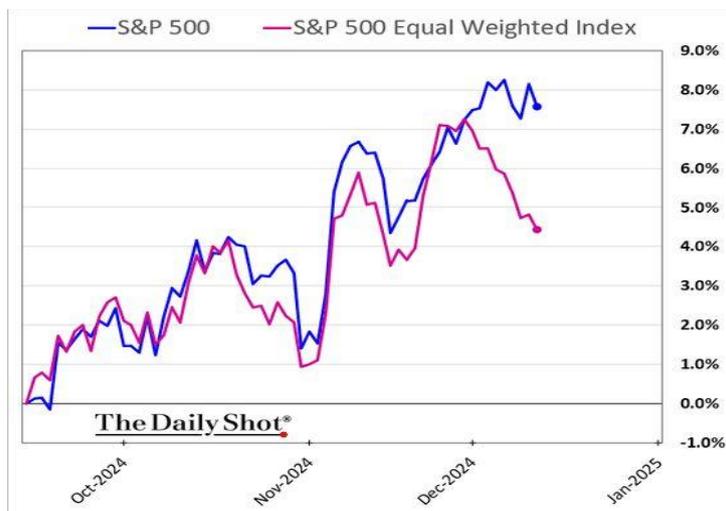


Grafico 8
Fonte: The Daily Shot

Le azioni europee stanno attualmente registrando uno sconto significativo rispetto alle azioni statunitensi, segnando una tendenza storica negli ultimi tre decenni. Il confronto del rapporto prezzo/utili rivela una sostanziale divergenza tra i mercati europei e statunitensi.

Dal 1991, la relazione tra le valutazioni azionarie europee e statunitensi è stata dinamica, con le azioni europee che a volte detenevano un premio rispetto a quelle statunitensi, ma che hanno registrato un andamento prevalentemente negativo dall'inizio degli anni 2000. Questo sconto si è notevolmente approfondito dal 2021, raggiungendo livelli senza precedenti entro la fine del 2024.

Diversi fattori chiave contribuiscono a questo sconto sostanziale:

1. I mercati europei hanno meno società tecnologiche e una minore esposizione alla crescita legata all'IA, con un settore tecnologico significativamente più piccolo di quello statunitense.
2. Maggiore concentrazione in settori tradizionali come l'industria, la finanza e le materie prime
3. Mercati azionari più piccoli rispetto al PIL in Europa
4. Gli europei allocano più capitale alle abitazioni che alle azioni, a differenza degli americani
5. Allocazioni azionarie in calo da parte dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione europee
6. Maggiore dipendenza dal finanziamento bancario in Europa rispetto al finanziamento basato sul mercato negli Stati Uniti
7. Crescita del PIL più bassa e crescita degli utili più debole in Europa rispetto agli Stati Uniti
8. Maggiore vulnerabilità ai rallentamenti economici globali e alle tensioni geopolitiche
9. Deflussi costanti dai fondi azionari europei dal 2018
10. Minore fiducia degli investitori nelle prospettive di innovazione e crescita europee
11. aziende europee percepite come meno innovative, anche nel settore tecnologico
12. Le azioni europee vengono scambiate con uno sconto significativo rispetto alle azioni statunitensi, con tutti i settori che mostrano una differenza di valutazione maggiore del normale.

Lo Sconto offerto dalle società europee

EU vs. USA Price - to - Earnings Ratio, 1994 - 2024

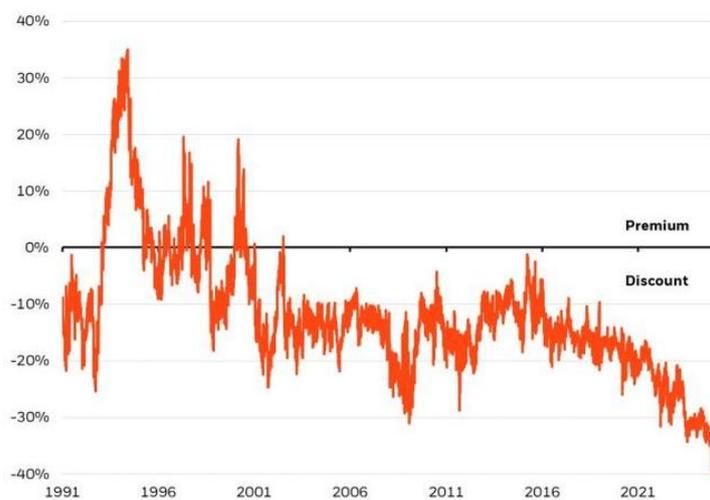


Grafico 9 Fonte: BlackRock

L'unico cammino verso la prosperità passa attraverso il duro lavoro e un costante miglioramento della produttività. Tuttavia, *il grafico 4* evidenzia chiaramente come la produttività sia aumentata molto più rapidamente negli Stati Uniti rispetto all'Europa. Negli ultimi anni, il **non-farm output per hour** degli Stati Uniti ha registrato una crescita significativa, distanziandosi nettamente dai livelli della zona euro e del Regno Unito, che hanno mostrato una stagnazione o un aumento modesto.

Confronto livelli di produzione (non-farm output/ore)

La produttività è cresciuta molto più velocemente in USA rispetto all'Eurozona e UK

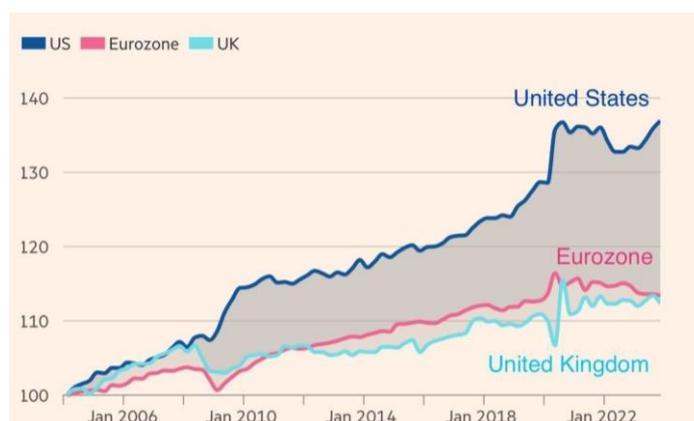


Grafico 10

Fonte: Financial Times

L'industria dei semiconduttori rappresenta il punto d'incontro tra l'euforia del mercato azionario statunitense e la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, amplificando le sfide legate al boom dei chip AI.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il Boom dei Chip nel Mercato Azionario

Principali player del mercato dei semiconduttori



Grafico 11
Fonte: Financial Times

La situazione economica tedesca è vicina ai livelli di depressione

L'indice ZEW delle attuali condizioni economiche è sceso vicino al **più basso mai registrato**. Questo è in linea con i livelli più bassi della Grande Crisi Finanziaria. Il tutto quando l'economia si sta dirigendo verso il secondo anno consecutivo di contrazione.

Indice ZEW

Indicatore della situazione Economica Tedesca

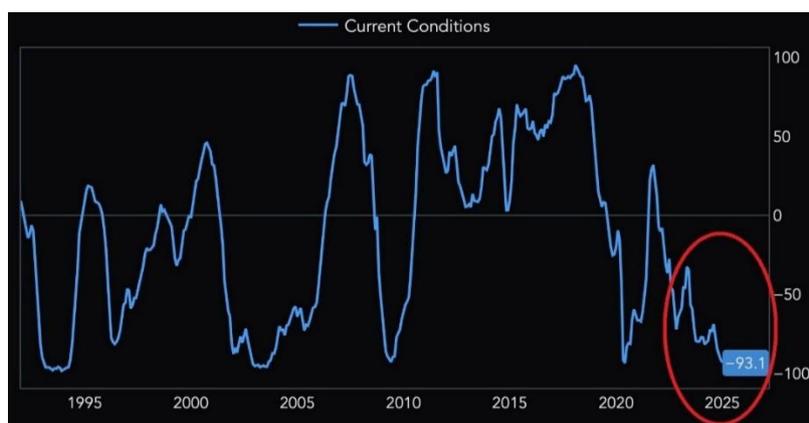


Grafico 12
Fonte: Global Market Investor

La debolezza economica in germany sta diventando cronica.

L'indice Ifo Business è sceso a 84,7 a dicembre, in calo rispetto a 85,6 di novembre, il livello più basso da maggio 2020. Si tratta di un valore molto inferiore alla media pluriennale di 96,6 e sembra debole anche rispetto agli ultimi anni. Dall'inizio della guerra in Ucraina, l'indice ha registrato una media di appena 88,2. L'ultimo calo è stato guidato da un forte calo della componente delle aspettative, che è scesa da 87 a novembre a 84,4 a dicembre. Gli analisti intervistati da Bloomberg avevano previsto un leggero aumento e nessuno ha visto un calo di tale portata.

Indice IFO

Indicatore che misura la fiducia delle imprese tedesche

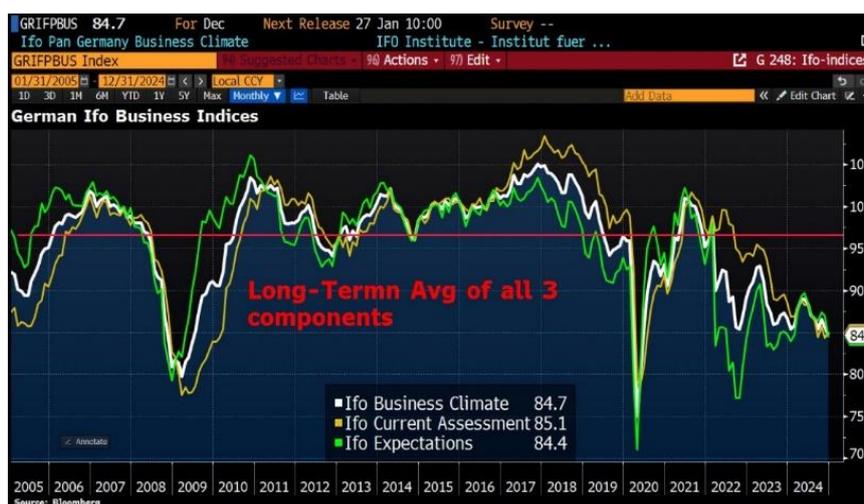


Grafico 13

Fonte: Bloomberg, Holger Z

CINA: L'obbligazione cinese a 10 anni sta crollando, segnalando difficoltà economiche. I rendimenti dei titoli di Stato cinesi sono crollati a uno sbalorditivo 1,72%, un forte segnale di avvertimento dell'aggravarsi del malessere economico del paese che tiene in allarme investitori e politici. Il rendimento ultra-basso, il più basso in quasi un decennio, riflette una tempesta perfetta di sfide economiche: l'indebolimento della domanda dei consumatori, un settore immobiliare in crisi e la diminuzione delle prospettive del commercio globale. Gli investitori stanno rapidamente rivalutando le loro strategie in Cina, con molti che spostano capitali verso mercati alternativi. La compressione della resa indica:

1. Rendimenti minimi per gli investitori obbligazionari
2. Aumento della pressione su Pechino affinché attui uno stimolo aggressivo
3. Potenziali ricadute sui mercati emergenti globali

Gli economisti si aspettano che la People's Bank of China riveli un ulteriore sostegno monetario, ma la profondità delle attuali sfide economiche potrebbe limitare gli strumenti politici tradizionali.

GCNY 10yr

China rendimento bond a 10 anni

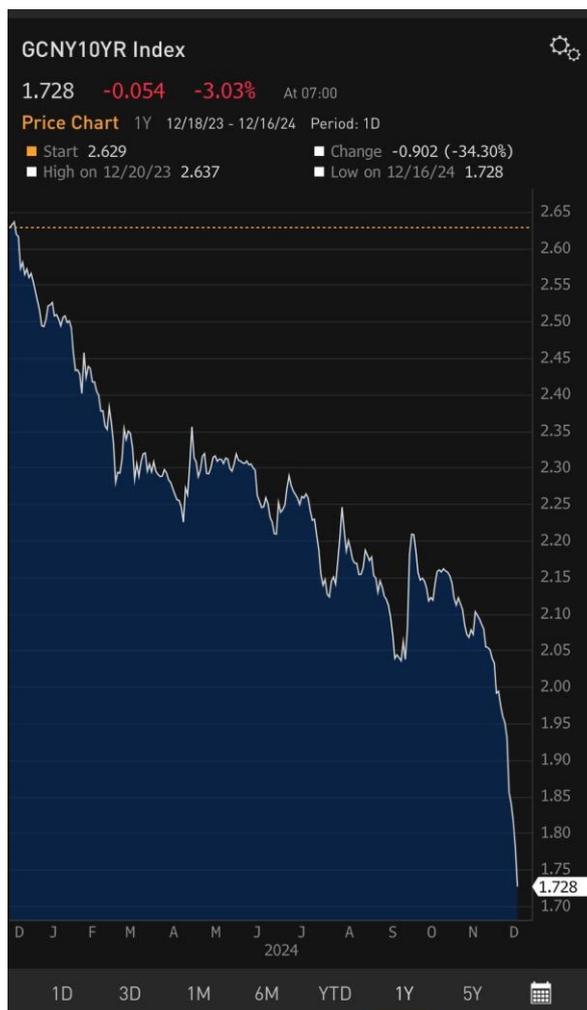


Grafico 14
 Fonte: Bloomberg

Secondo Goldman, la Cina sta segretamente acquistando enormi quantità di oro, 10 volte di più di quanto comunicato ufficialmente.

1. Secondo il nowcast di Goldman Sachs sull'acquisto di oro da parte delle banche centrali e di altre istituzioni sul mercato OTC di Londra, ottobre ha visto le Banche Centrali acquistare ben 64 tonnellate a ottobre (rispetto alla media pre-2022 di 17 tonnellate), con la Cina ancora una volta il maggiore acquirente che ha aggiunto 55 tonnellate, il che è sorprendente dato che il numero ufficiale riportato dalla PBOC era un decimo di quello, o solo 5 tonnellate. In altre parole, la Cina sta segretamente acquistando ~10 volte più oro di quanto ammetta.
2. Commentando l'impennata degli acquisti, l'analista di Goldman scrive che "i sondaggi e la storia suggeriscono che le Banche Centrali dei mercati emergenti acquistano oro come copertura contro gli shock finanziari e geopolitici" e aggiunge che "gli acquisti delle banche centrali rimarranno elevati perché i timori di shock geopolitici sono aumentati strutturalmente dopo il congelamento delle riserve russe nel 2022 e perché le azioni relativamente basse dell'oro nelle riserve delle banche centrali dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati lasciano spazio alla crescita". Infatti, l'81% delle banche centrali

intervistate dal World Gold Council prevede un aumento delle riserve auree delle banche centrali globali nei prossimi 12 mesi, senza che nessuna preveda un calo.

Come mostrato nel chart seguente, ciò che colpisce molto di più è la sbalorditiva (e crescente) divergenza tra le modeste quantità di acquisti di oro riportate dal PBOC e la quantità di gran lunga maggiore che la Cina ha effettivamente acquistato sul mercato OTC di Londra, in un chiaro tentativo di mascherare la sua sbalorditiva domanda per il metallo prezioso.

La Cina aumenta le riserve d'oro

Acquisti di tonnellate di oro della PBoC: valore stimati vs valori riportati

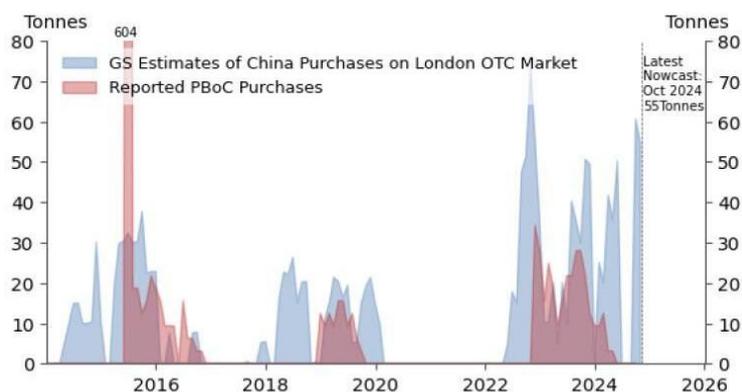


Grafico 15

Fonte: ZeroHedge; Goldan Sachs Global Investment Research; Haver Analytics



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.