

REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part.IV

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

"Gli investitori hanno perso molto più denaro nella preparazione delle correzioni, o nell'anticipazione delle correzioni, di quanto non ne abbiano perso nelle correzioni stesse."

Peter Lynch

S&P 500 SPY Market cap weighted



Grafico 1
Fonte: J-C Parets

"Solo il 29% delle società dell'S&P 500 ha sovraperformato l'indice negli ultimi due anni, uno dei livelli più bassi dal 1990". fonte: The Daily Shot

% di società che sovraperforma l'indice S&P500 dal 1990

Solo il 29% delle società hanno sovraperformato l'indice negli ultimi due anni



Grafico 2
Fonte: BofA Global Investment Strategy; Bloomberg

Davos, tra illusioni di mercato e realtà del debito sovrano

Nel suo discorso di Davos, il presidente Trump ha esortato l'OPEC+ ad abbassare i prezzi dell'energia e ha scherzato sul fatto che gli piacerebbe vedere l'Arabia Saudita arrotondare gli investimenti sauditi negli Stati Uniti a 1 trilione di dollari. Ciò fa seguito a una telefonata produttiva che MBS ha avuto con il presidente Trump il giorno prima, quando ha indicato che avrebbe investito 600 miliardi di dollari negli Stati Uniti in 4 anni. Qualcuno ha evocato il potere taumaturgico di Davos sui mercati. Il giorno seguente l'intervento di Pedro Sanchez al WEF, il Tesoro iberico ha infatti proceduto a un collocamento sindacato di Bonos a 10 anni per 15 miliardi di ammontare. Con domanda per 143 miliardi. Detto fatto, lo spread fra Bonos e Bund pari durata è sceso al minimo dal 2021, soli 61 punti base. Per capirci, oggi il nostro differenziale con i titoli tedeschi è 109. Partendo dal presupposto che l'ultima volta che l'Europa è stata testimone di un "miracolo economico" della Spagna a guida socialista, poi è dovuta intervenire con 50 miliardi per salvarne il sistema bancario devastato dalla bolla immobiliare, meglio non ignorare quanto presente nella grafica. Un piccolo particolare di quel collocamento record. Che non giustifica tanto ottimismo.

Syndicated fake demand? Una ratio 1:10 in effetti è impressionante ma offrire a freddo 8 punti base più dell'outstanding pari durata sul secondario, tradisce forse la necessità "scenica" di quel risultato. Insomma, il mercato va impressionato con l'apparenza. Prima che badi ai particolari. I quali portano con sé un paio di criticità, a mio avviso. Primo, la Spagna viene appunto portata ad esempio di crescita economica, quasi un "poster boy" dell'eurozona. Paga l'elettricità meno di Italia e Germania, grazie ai rigassificatori presenti nei suoi porti. E in assenza di una crisi o di presupposti recessivi, ancora negati da Commissione e BCE, appare strana questa necessità di calmierare ex ante i costi di finanziamento su un mercato che dovrebbe adularla. Secondo, ora il mercato secondario verrà gradatamente inondato di Bonos che la BCE scaricherà dal suo bilancio, in ossequio alla fine dei reinvestimenti titoli del PEPP, il programma pandemico. Si colloca tanto e con "effetto scenico" perché occorre operare front-load al grido del Re è nudo di un'Europa che vede troppi suoi membri totalmente dipendenti dallo scudo implicito dell'Eurotower? La quale la prossima settimana sarà chiamata a decidere se proseguire con il taglio dei tassi o prendere una pausa, chiaramente giustificata dal ritorno a un prudente approccio data-dependency. Insomma, il rischio è quello di sottovalutare i tremori sotterranei di un debito sovrano UE che dovrà fare i conti con variabili che verranno a sommarsi tutte insieme, dopo almeno tre anni di totale regime di schermatura della BCE. Sarà per questo che il Btp Più ha fissato a 4 anni la finestra temporale utile per il recupero totale del capitale versato dal Signor Rossi (essendo emissioni retail), ovvero in area di sicurezza assoluta rispetto alla fine della legislatura e quindi scaricando sul prossimo Parlamento l'eventuale onere di cedole scassa-conti? Forse è il caso di chiederselo. Nel giorno in cui aumentano le sigarette, la ricetta "blazer blu" per fare cassa. Fin dai tempi del Pentapartito.

DE 10Y & ES 10Y

a Confronto



Grafico 3

Fonte: Investing.com

I mercati ribassisti impallidiscono rispetto ai mercati rialzisti, sia in termini di movimento che di durata. Ricorda questo grafico durante la prossima, e inevitabile, correzione o mercato ribassista. Source: Peter Mallouk

Mercato rialzista e ribassista

S&P 500 negli anni

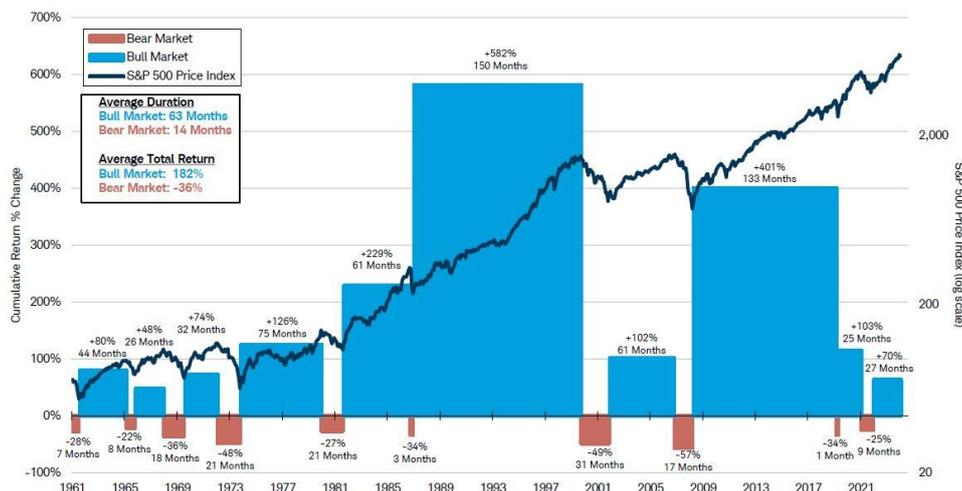


Grafico 4

Se improvvisamente ci fosse una retromarcia sui veicoli elettrici, cosa ne faranno i cinesi di tutte quelle auto prodotte e degli investimenti miliardari per estrarre le terre rare per le batterie?

Attenzione perchè noi i motori termici li sappiamo ancora fare!

Vuoi vedere che questa storia sul green alla fine potrebbe essere un trappolone colossale per gli asiatici?

Se si accodasse anche l'Europa, sarebbe un capolavoro strategico epocale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Lo stato dell'UE

Mentre Trump lancia il futuristico progetto "Stargate" consistente in un mega rilancio dell'AI vista sempre più in chiave di innovazione tecnologica pura che guiderà il progresso economico, sarà un baluardo della difesa nazionale e diventerà presto una casellina fondamentale su cui posizionarsi per acquisire il predominio mondiale incontrastato, creando a sorpresa e con una mossa audace una JV dei "migliori" (open AI, Softbank e Oracle) e mettendo sul piatto 500 miliardi da investire in infrastrutture, la controrisposta della Commissione Europea in questi giorni è stata l'autorizzazione come nuovo cibo da far ingurgitare ai suoi cittadini della farina di larva di tarma.

Le priorità dall'altra parte dell'Oceano sono mettere a terra piani ed investimenti miliardari su tech e innovazione aprendo le porte al futuro, in Europa, invece, il burocrate a Bruxelles pensa che la commercializzazione della polvere della larva del tenebrione mugnaio abbia la precedenza e sia di vitale importanza.

È proprio, letteralmente, un "Vecchio" Continente. Zero innovazione, Zero visione strategica, Zero coraggio. In fatalistica rassegnazione supina a subire i colpi che la realtà gli assesta mentre considera gli eventi come ineluttabili e fuori dal proprio perimetro d'azione.



Immagine 1 & 2
Fonte: Ansa e il Sole 24Ore

Andrea Orcel, Chief di UniCredit, intervenendo martedì al World Economic Forum di Davos, ha dichiarato: "Al momento, l'aspettativa è che gli Stati Uniti saranno molto più avanti dell'Europa in termini di minore regolamentazione. E dato che le banche statunitensi operano in Europa, questo ci metterà in una posizione di svantaggio competitivo".

La caduta del potere economico tedesco in un grafico:

La quota del PIL tedesco nell'economia globale ha toccato il minimo storico del 4,3%. Questo è in calo rispetto all'8,4% degli anni '90. La quota dell'economia tedesca nel PIL mondiale si è quasi DIMEZZATA negli ultimi 3 decenni.

PIL Americano vs PIL Tedesco
% sul PIL mondiale

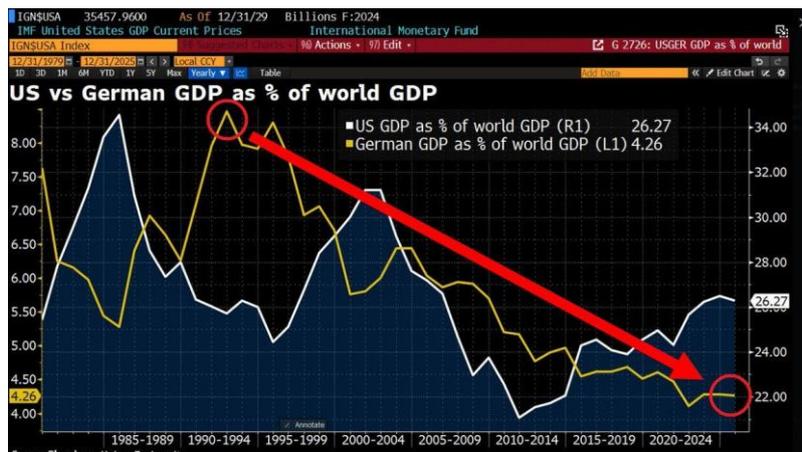


Grafico 5

Fonte: Bloomberg; Michel A. Arouet

UNPOPULAR OPINION:

L'intervento odierno di Ursula von der Leyen al WEF di Davos è l'ennesima dimostrazione di una leadership europea ancorata a visioni ideologiche, convinta di poter arrestare il cambiamento climatico nonostante il continente contribuisca per meno dell'8% alle emissioni globali. Di fronte all'abbandono degli USA, la Presidente della Commissione ha ribadito che l'Accordo di Parigi resta la migliore speranza per l'umanità, ma il risultato è un'Europa che si piega ancora una volta alle logiche del WEF, in un rituale ormai svuotato di significato, disertato dalle principali potenze mondiali – assenti, tra gli altri, i leader di Cina, India e Stati Uniti.

Questa strategia non solo sta portando l'Europa verso un suicidio economico e industriale, ma risulta anche inefficace dal punto di vista ambientale: mentre le imprese chiudono in Europa, i loro stabilimenti riaprono altrove, in paesi con normative ambientali meno stringenti, annullando di fatto ogni beneficio per il pianeta.

Cosa dire, dunque? La vera speranza per il mondo risiede in un riavvicinamento tra le superpotenze – USA, Cina, India e Russia – che possa garantire un periodo di stabilità e favorire accordi concreti in materia ambientale. Per l'Europa, invece, la migliore speranza è un cambio di leadership e l'abbandono di politiche fallimentari che stanno compromettendo il futuro del continente. Che il cambiamento arrivi, e il prima possibile.



“L'accordo di Parigi è la migliore speranza per L'Umanità” – U. Von Der Leyen

Immagine 3

Fonte: WEF

La Germania è in stagnazione economica. Questo è un dato di fatto.

Lo sanno anche a Francoforte, almeno nella sede della BCE. Non altrettanto a Börsenplatz 4, dove l'82% dei profitti delle società quotate viene generato oltre i confini nazionali. In altre parole, solo il 18% degli utili delle società del DAX è effettivamente *Made in Germany*. Di conseguenza, la mancata crescita interna degli ultimi due anni pesa poco su aziende che prosperano all'estero. Un esempio su tutti: SAP, che da sola ha contribuito per un terzo alla performance del DAX40 nel 2024. E oggi il DAX segna un nuovo massimo storico, lasciando spiazzati quanti avevano scommesso su un ribasso.

Ma perché la borsa di Francoforte continua a salire? Solo grazie agli utili?

Non proprio. Come noto, l'equazione chiave del mercato è EPS/i , dove il denominatore è rappresentato dai tassi d'interesse. Il resto – economia, PMI, produzione industriale, occupazione, tensioni politiche e geopolitiche – è irrilevante, se non nella misura in cui influenza queste due variabili.

Ecco perché la Lagarde dovrà tagliare ancora i tassi, dopo i 100 punti base di allentamento concessi lo scorso anno. Il mercato lo sa e si prepara. C'è infatti una correlazione evidente tra la performance relativa della borsa tedesca e il tasso sui depositi della BCE, passato dal 4% al 3%. Non a caso, la rivitalizzazione del listino di Francoforte rispetto al resto d'Europa è iniziata proprio con il primo taglio dei tassi della BCE (linea rossa, scala di sinistra rovesciata in figura). Più il costo del denaro scendeva, più si ampliava lo *spread* di performance tra MSCI Germany e MSCI EMU (istogramma blu, scala di destra), ora salito di 10 punti in un anno. Strano che in pochi se ne siano accorti.

Morale: nuovi tagli, nuova forza relativa per il DAX. Questo, unito a un quadro fondamentale che da solo suggerirebbe almeno 2.000 ulteriori punti di rialzo per Francoforte, grazie a utili che deprimono i multipli e a un crescente numero di investitori interessati

Sale l'EPS e Scende l'Interesse

DAX ai massimi

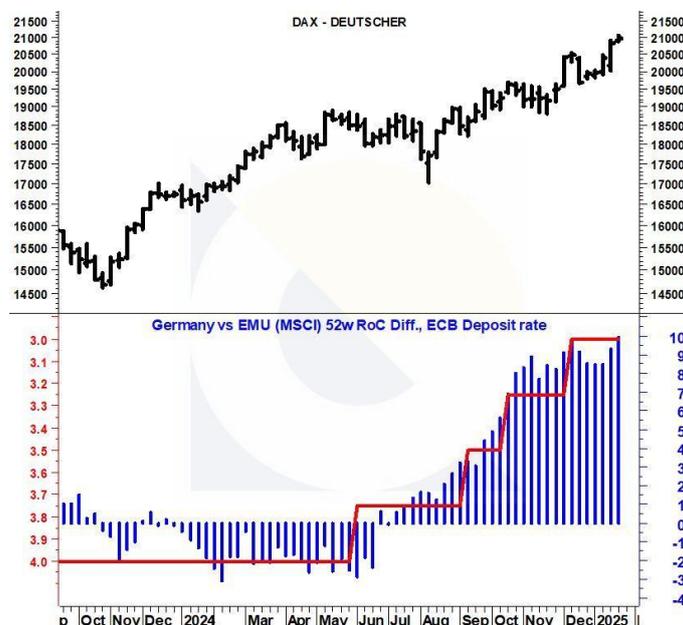


Grafico 6

Fonte: Euclideia

Mentre l'offerta di petrolio russo è destinata a ridursi significativamente a causa delle sanzioni, la domanda negli Stati Uniti è pronta a crescere. Il presidente Donald Trump, nel suo discorso inaugurale, ha infatti annunciato l'intenzione di riempire nuovamente la Riserva Strategica di Petrolio degli Stati Uniti "fino al massimo livello".

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Sotto l'amministrazione di Joe Biden, la riserva aveva toccato livelli mai visti dagli anni '80, dopo che circa la metà dell'SPR era stata utilizzata per contenere l'aumento dei prezzi del petrolio in seguito alla guerra in Ucraina.

Riserve di petrolio strategiche

Proiezioni future

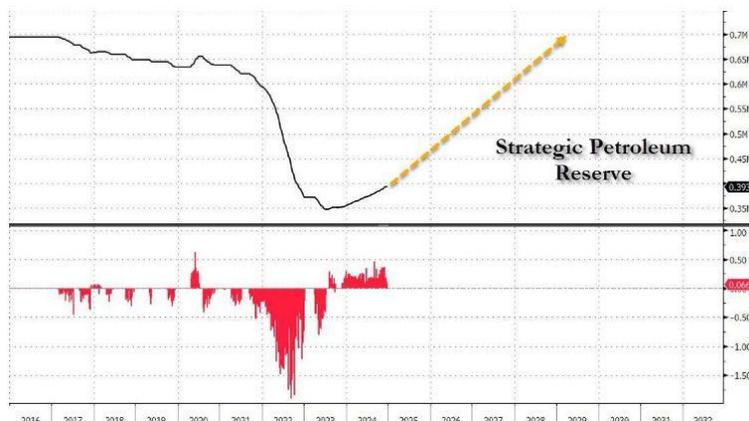


Grafico 7
Fonte: Harvey Organ

Le aspettative di inflazione basate sul mercato statunitense sono in aumento.

Aspettative inflazionistiche in USA per i prossimi 10 anni

Differenza tra il rendimento dei Treasury nominali a 10 anni e il rendimento dei Treasury protetti dall'inflazione (TIPS) di pari durata.



Grafico 8
Fonte: The Daily Shot

L'economia statunitense detiene attualmente il più alto rapporto di servizio del debito tra le maggiori economie del mondo. Ridurre i tassi di interesse rimane il modo più efficiente e immediato per il governo di ridurre le spese fiscali. Questo approccio ha un costo, che Trump spesso percepisce come un vantaggio: un dollaro USA più debole.

Interessi netti pagati sul debito pubblico rispetto al GDP

Stime OECD per il 2025

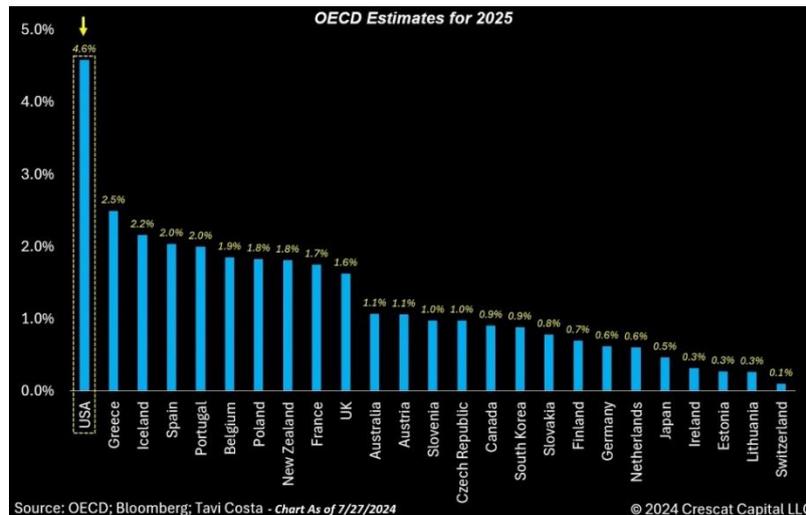


Grafico 9

Fonte: Crescat Capital LLC; Bloomberg

Gli economisti si aspettano ora che la produzione industriale tedesca si contragga quest'anno.

Produzione Industriale Tedesca per il 2025

Consensus Forecast

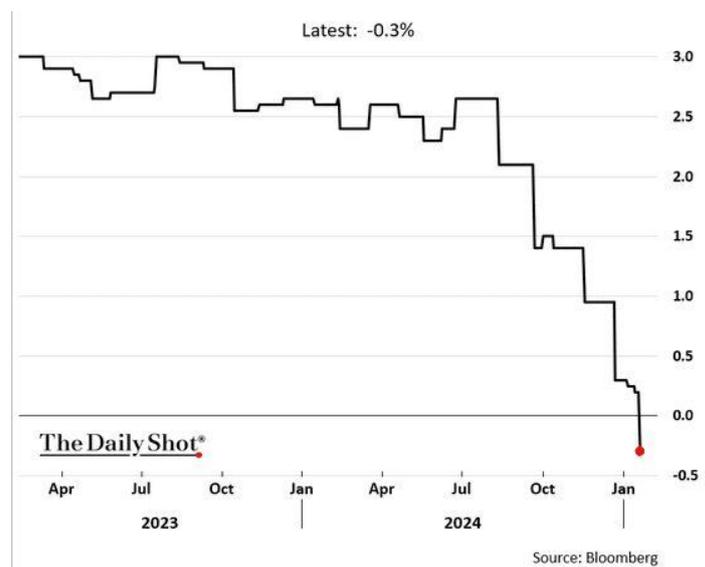


Grafico 10

Fonte: The Daily Shot; Bloomberg

Abbiamo affrontato una pandemia e assistito a una riorganizzazione del sistema finanziario, ma in Europa sembra impossibile cambiare il nostro approccio:

1. Più regolamentazione che soffoca la produttività.
2. Demonizzazione del debito a prescindere da tutto.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il grafico mostra chiaramente come l'Europa stia contemporaneamente riducendo la leva finanziaria del settore privato e di quello pubblico.

In un sistema fiat, un'economia cresce grazie a:

1. Demografia e produttività solide: Due aspetti che non sono certo il punto di forza dell'Europa...
2. Un modello di successo per le esportazioni nette: Ma basta osservare il modello tedesco, ormai compromesso, per capire quanto sia fragile.
3. Un uso produttivo della leva finanziaria da parte del settore pubblico o privato: E qui l'Europa fallisce completamente, perché qualsiasi forma di leva è percepita come negativa.

Ad esempio, i disavanzi pubblici vengono ostacolati indipendentemente dal loro utilizzo. Regole rigide impediscono ai governi dell'Eurozona di stimolare le economie, anche attraverso investimenti produttivi. E chi volesse farlo dovrebbe affrontare una forte opposizione da parte della burocrazia europea.

Ed eccoci qui. L'Eurozona si trova con un modello di esportazione danneggiato e continua a demonizzare ogni forma di debito, persino quello finalizzato alla crescita.

Debito in % del PIL

Confronto fra Debito Pubblico e Debito Privato

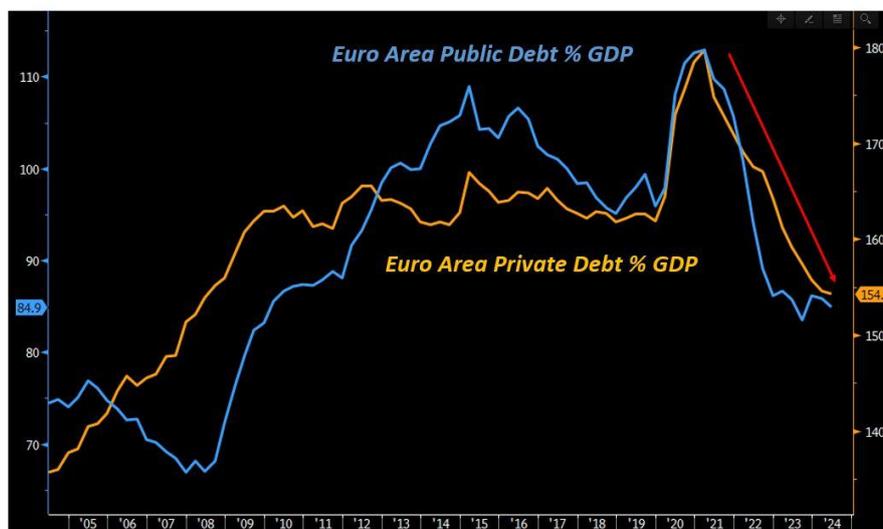


Grafico 11

Fonte: Bloomberg

Pagamenti interessi vs Spesa per la difesa

I pagamenti degli interessi sul debito nazionale degli Stati Uniti ora superano la spesa per la difesa nazionale

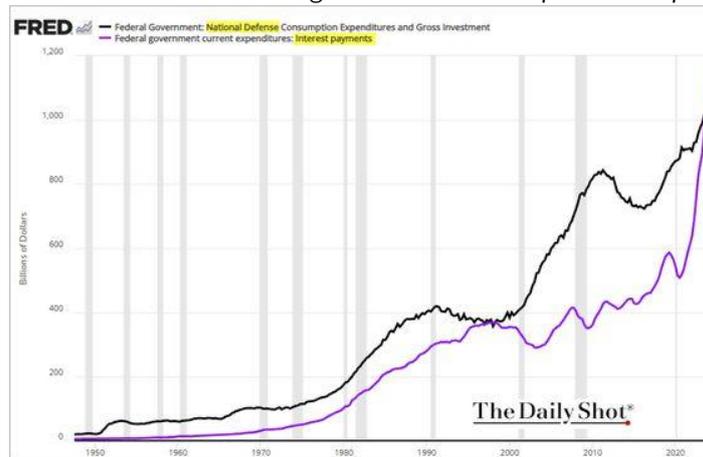


Grafico 12

Fonte: FRED; The Daily Shot

I livelli di liquidità dei gestori di fondi sono scesi al punto più basso da giugno 2021

Sentiment azionario istituzionale divergente da quello degli investitori retail.

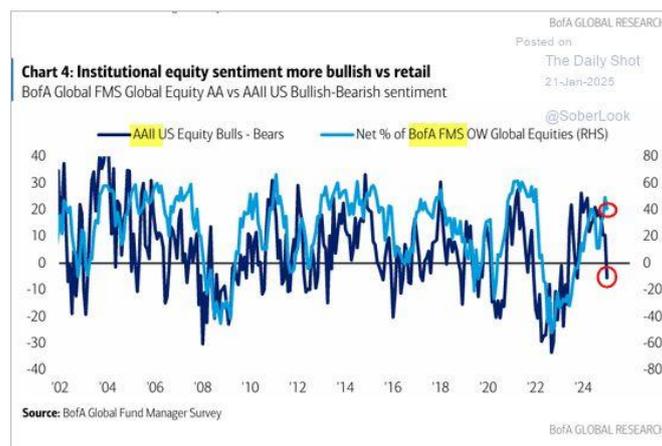
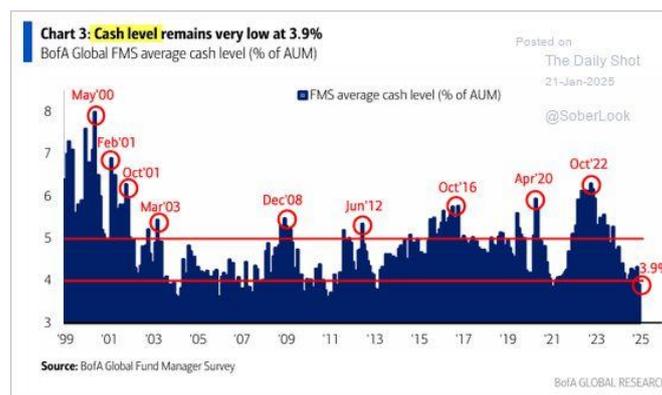


Grafico 13

Fonte: BofA Global Fund Manager Survey; The Daily Shot

Trump sta ereditando una Federal Reserve con perdite senza precedenti non solo di 218 miliardi di dollari, ma sta ancora perdendo denaro; la Fed non invierà un centesimo al Tesoro per l'intera durata del mandato di Trump; non è mai successo dall'inizio del Fed - un'altra sfida per Trump. Source: E.J. Antoni, Ph.D

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Crollo dei Rimborsi della Fed al Tesoro USA

L'impatto della stretta monetaria e l'aumento dei tassi d'interesse sulle riserve della Federal Reserve, con rimesse in territorio negativo dal 2023.



Grafico 14

Fonte: Board of governors of the Federal Reserve System

È quanto emerge da un recente rapporto che analizza otto parametri fondamentali, tra cui il celebre CAPE, confrontando le principali piazze azionarie di Stati Uniti, Eurozona, Regno Unito e Giappone a partire dal 1930 (o dal primo anno disponibile).

Le conclusioni saranno deludenti per chi spera di acquistare a prezzi scontati o di vedere confermate le proprie aspettative: sebbene la borsa americana sia oggettivamente sopravvalutata, non esiste alcuna evidenza storica di un fenomeno di *mean reverting* (ritorno verso la media).

Il test di Dickey-Fuller, condotto per verificare questa ipotesi, ha rilevato una significatività statistica del fenomeno di *mean reverting* solo nell'1% dei casi considerando finestre temporali mobili di 50 anni, e nel 2% per finestre di 20 anni. In altre parole, nel 98-99% dei casi i multipli non convergono verso la media storica.

I punti principali del rapporto sono chiari:

- Nessuna evidenza di *mean reverting*: le valutazioni azionarie non tendono a convergere verso una media di lungo periodo, indipendentemente dall'orizzonte temporale considerato.
- Le valutazioni non sono un segnale di uscita dai mercati: basarsi esclusivamente su queste metriche non è un metodo valido per prendere decisioni operative.
- La concentrazione di mercato non è un indicatore di disimpegno: la struttura di mercato non giustifica necessariamente scelte di vendita.

In sintesi, prevedere un ribasso dei listini basandosi esclusivamente sull'attuale sopravvalutazione dei mercati è tanto affidabile quanto prendere decisioni operative consultando un oroscopo.

L'illusione del Mean Reversion

Il Caso del CAPE di Shiller

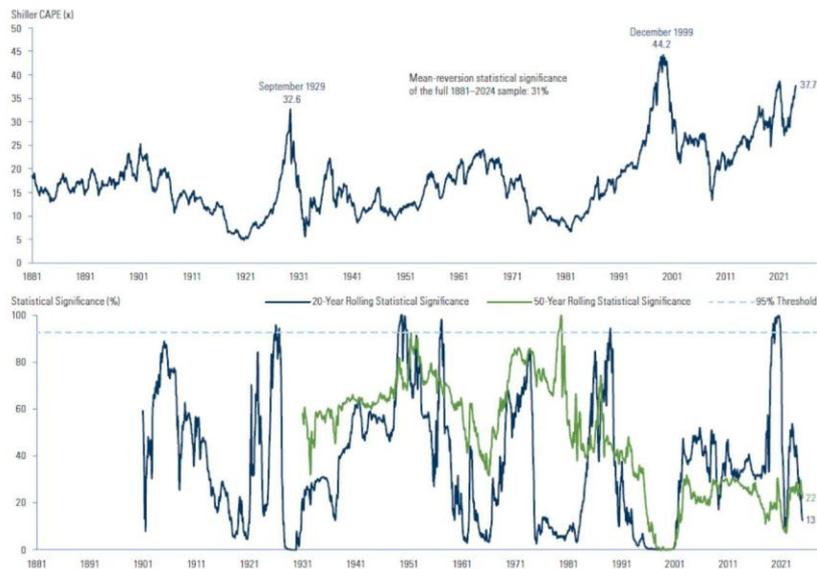


Grafico 15

Fonte: Investment Strategy Group, Robert J. Shiller; Dic. 24

Il forte calo odierno del dollaro serve a ricordare quanto gli investitori possano essere impreparati se questo segna l'inizio di un trend prolungato. Infatti, ad esempio, gli speculatori detengono attualmente una delle più grandi posizioni corte nel mercato dei futures per i dollari canadesi mai registrate. Ecco un promemoria: nessun'altra grande economia oggi è tenuta a far crescere il proprio PIL di circa il 5% solo per coprire i propri obblighi di debito federale e locale. In altre parole: Gli Stati Uniti sono gli unici ad affrontare l'urgente necessità di sopprimere i tassi di interesse e indebolire la loro valuta rispetto agli altri.

Posizioni nette non commerciali

rapporto al Dollaro Canadese

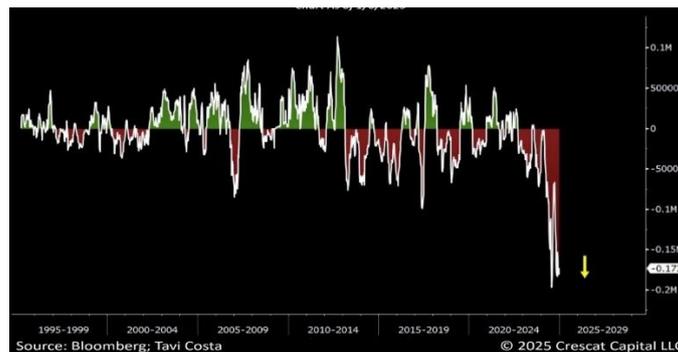


Grafico 16

Fonte: Crescat Capital; Tavi Costa; Bloomberg

Molti osservatori, forse un po' superficiali, si preoccupano dell'aumento dell'indebitamento senza considerare la crescita degli asset che supportano questo presunto releveraging.

Negli Stati Uniti, il debito del settore privato è sicuramente aumentato, ma rappresenta solo l'11% del totale degli asset (20,9 trilioni di dollari su 190 trilioni, distribuiti tra case, azioni, titoli di stato, depositi bancari,

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

fondi pensione e altri asset). In altre parole, il leverage negli Stati Uniti è ai minimi degli ultimi 50 anni. Per trovare una simile esposizione debitoria contenuta, bisogna risalire agli anni Settanta.

Questo dato porta a due importanti implicazioni:

1. **Stabilità finanziaria:** A differenza del 2008, quando lo smantellamento disordinato del debito aggravò la crisi finanziaria e le autorità non compensarono con politiche di disavanzo pubblico, oggi il settore privato non mostra vulnerabilità tali da spingere a uno "sciopero della spesa".
2. **Potenziale di crescita:** Famiglie e imprese hanno ampio margine per aumentare la spesa, tornando a consumare beni e servizi come in passato.

Servirebbe solo un catalizzatore. Le aziende hanno già iniziato, come suggerisce l'ultimo sondaggio della NFIB. Se anche le famiglie – che rappresentano il 70% del PIL americano – seguissero l'esempio, basterebbe che una parte, magari quelle vicine al GOP, tornasse a spendere per vedere una crescita annua del 3%, in linea con la media degli ultimi otto trimestri. E questo sarebbe un obiettivo conservativo per i prossimi dodici mesi.

Debito delle Famiglie in rapporto al Patrimonio Netto

Overview storica

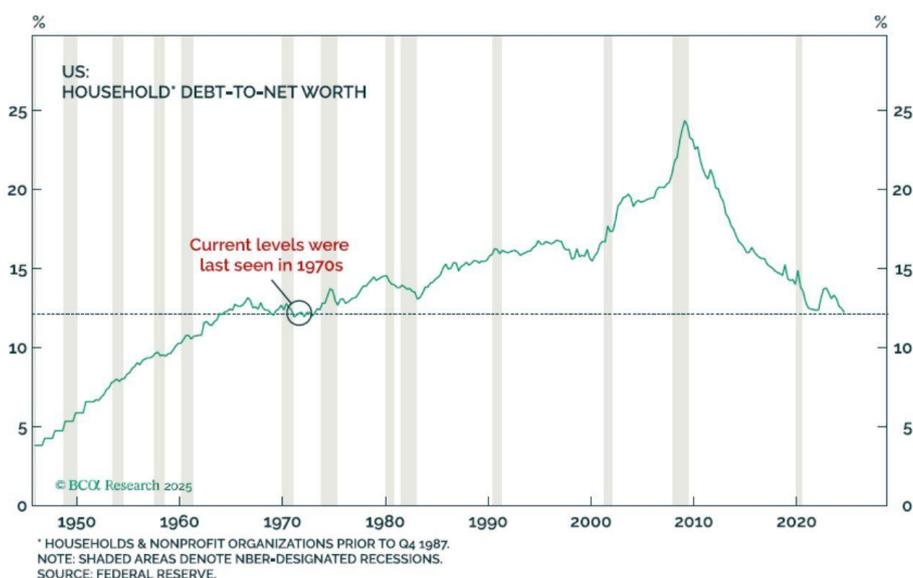


Grafico 17

Fonte: BCAAlpha Research

La rivincita dei "maiali"

Al netto della spesa per interessi sul debito, il deficit tra spesa pubblica ed entrate fiscali in Italia e Spagna è praticamente nullo, un netto miglioramento rispetto ai livelli raggiunti durante l'emergenza pandemica di inizio decennio.

Ancora più significativo, il saldo primario di finanza pubblica di questi Paesi supera quello della Germania, che un tempo fungeva da punto di riferimento per le altre economie dell'Eurozona.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

In generale, tutti gli ex "PIIGS" (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) presentano oggi una situazione di finanza pubblica più solida rispetto alla capacità di stabilizzare il rapporto debito pubblico/PIL, soprattutto se confrontata con quella di Berlino.

La Germania, tuttavia, può contare su un vantaggio strutturale: nonostante una condizione ciclica critica, presenta un surplus sia nel settore pubblico che in quello privato, accompagnato da un saldo positivo nella bilancia commerciale. Questo "eccesso di risparmio" viene inevitabilmente riciclato verso l'estero.

La posizione degli ex "PIIGS" appare oggi più lusinghiera, ma non nascondo che scambierei volentieri questa ritrovata stabilità con l'ultima posizione della Germania, se ciò significasse ereditare anche i suoi solidi fondamentali di finanza pubblica.

La periferia EU supera la Germania

Italia e altri ex "PIIGS" ora hanno saldi primari migliori di Berlino.

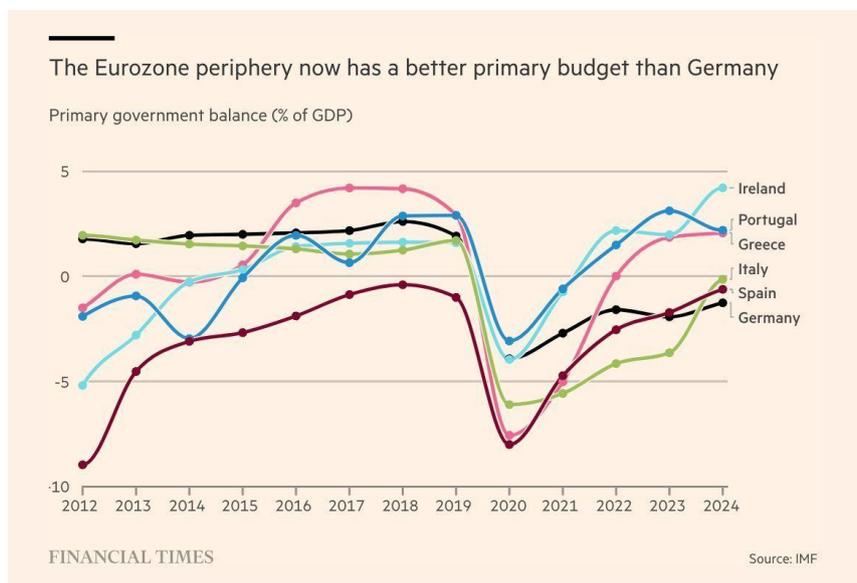


Grafico 18

Fonte: Financial Times; IMF

Questo è molto intrigante. I trader stanno attualmente scambiando contratti futures con l'asset fisico reale a livelli record. Fonte: H/t Willem Middelkoop

Incremento EFP sull'Argento

Gli scambi di contratti di argento fisico mostrano un trend al rialzo

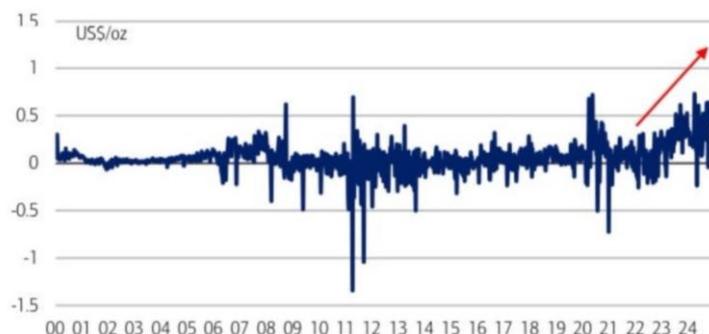


Grafico 19
Fonte: BofA

Costo del Lavoro nel Manifatturiero

Confronto Globale

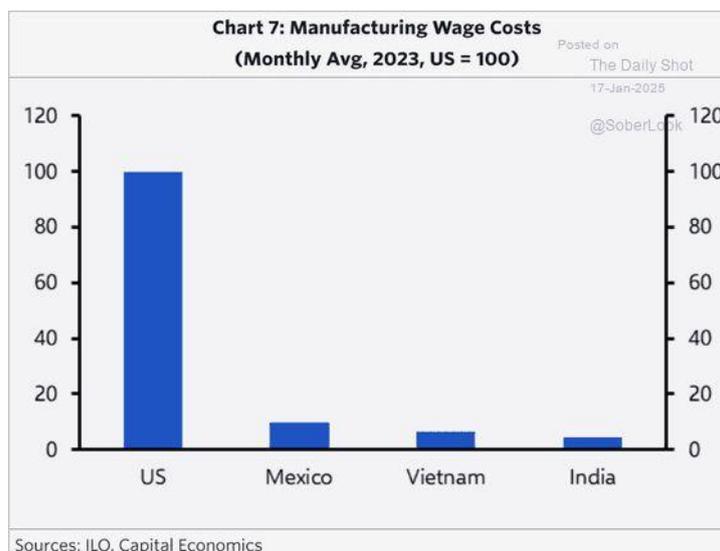


Grafico 20
Fonte: ILO, Capital Economics

Il successivo Grafico, grafico 21, è preoccupante. Al netto dell'offerta di moneta, il Nasdaq sta attualmente testando nuovamente i livelli raggiunti durante la bolla tecnologica del 2000.

Costo Nasdaq 100 Rettificato per l'Offerta di Moneta

Il Nasdaq 100, aggiustato per l'M2

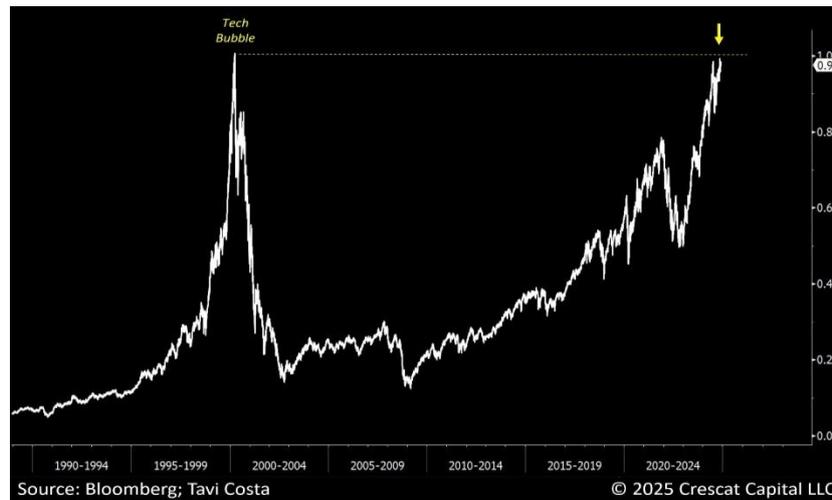


Grafico 21

Fonte: Crescat Capital; Tavi Costa; Bloomberg

Questo è probabilmente uno degli sviluppi macroeconomici più rilevanti del momento. Anche al netto dell'inflazione, il rendimento a 30 anni ha recentemente toccato il livello più alto degli ultimi 15 anni. A mio avviso, gli Stati Uniti non potranno sostenere questa situazione a lungo. Sarà necessario un aumento dell'inflazione o una riduzione artificiale dei tassi nominali per attenuare la pressione.

Tassi di Interesse Reali a 30 Anni

Il livello più alto negli ultimi 15 anni

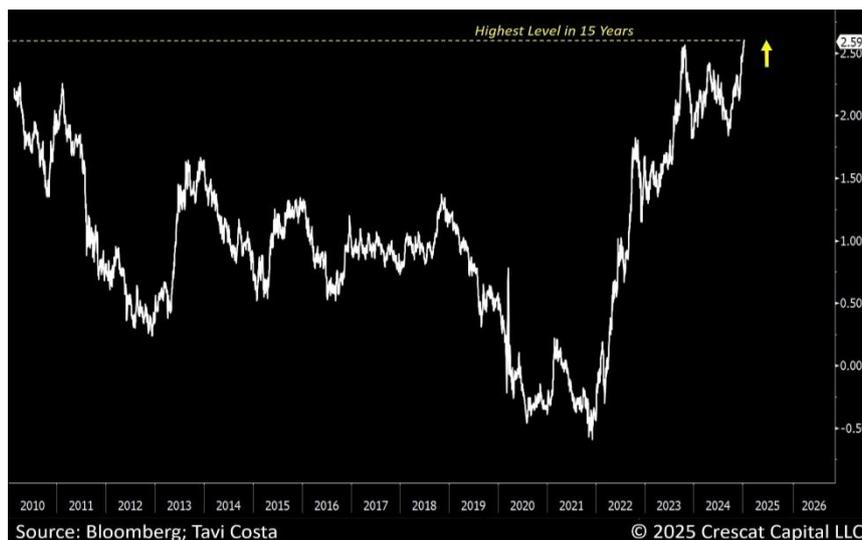


Grafico 22

Fonte: Crescat Capital; Tavi Costa; Bloomberg

L'oltraggiosa situazione della borsa tedesca.

Con l'indice DAX40 salito oggi pomeriggio ad un nuovo massimo sopra i 20.500 punti, ignorando palesemente la condizione fondamentale sottostante. Con gli utili per azione generati dalle aziende quotate cresciuti di 2.7 volte dal minimo di cinque anni fa. Equivarrebbe ad un indice a 22.500 punti: duemila in più dei livelli correnti.

Una palese sottovalutazione - infatti il Price/Earnings forward si attestava a 13 volte a fine 2024 - che denuncia lo scollamento in essere fra fondamentali e mercato.

Germania in recessione anche nel 2024 ma il DAX cresce

Valutazione del DAX rispetto agli EPS

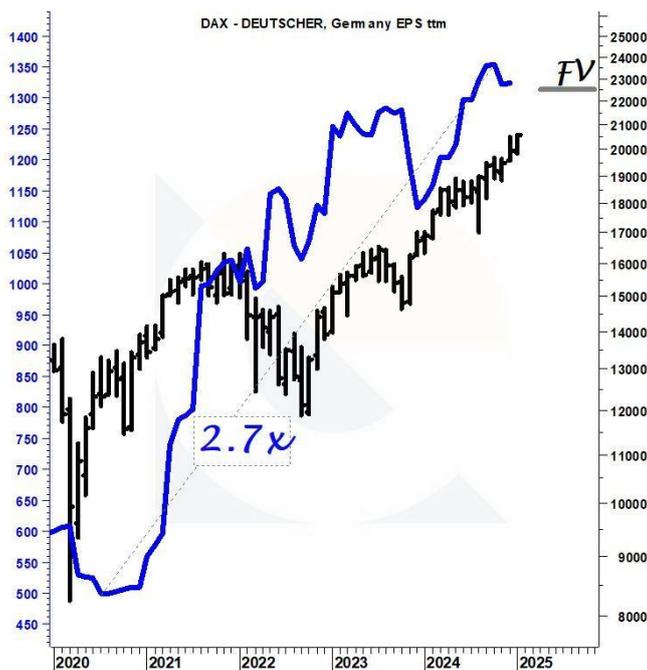


Grafico 23

Fonte: DAX ed EPS tedesco

L'economia tedesca si contrae per il secondo anno consecutivo. Dopo un calo del -0,3% nel 2023, il 2024 si chiude con un ulteriore -0,2%. Si tratta del peggior momento per la Germania dal dopoguerra, soprattutto se confrontato con gli altri Paesi dell'Area Euro.

Il settore manifatturiero, in particolare quello automobilistico, sta affrontando un rallentamento significativo, aggravato dalla debolezza dell'economia cinese e dalla crescente competizione internazionale.

Nel dibattito pubblico cresce la pressione per aumentare la spesa pubblica, che in Germania resta inferiore rispetto a quella degli altri Stati europei, i quali hanno fatto un maggiore uso di questo strumento negli ultimi anni.

Tuttavia, osservando l'indice DAX, la situazione sembra ben diversa. Proprio oggi, il DAX ha raggiunto nuovi massimi storici, superando la soglia di 20.500 punti.

Come può la Germania trovarsi in recessione per due anni consecutivi, mentre l'indice azionario tedesco continua a salire, nonostante le difficoltà del settore automobilistico?

La spiegazione risiede nel fatto che solo il 20-25% dei ricavi delle società quotate a Francoforte viene generato in Germania, mentre il restante 75-80% proviene dal mercato globale. Inoltre, la performance dell'indice è

trainata da un numero ristretto di grandi società, come SAP, Siemens e Allianz, che da sole rappresentano circa il 30% dell'intero DAX.

Un chiaro esempio dell'effetto della globalizzazione.

La Germania in Recessione per Due Anni Consecutivi contrazione nel 2023 (-0,3%) e nel 2024 (-0,2%)

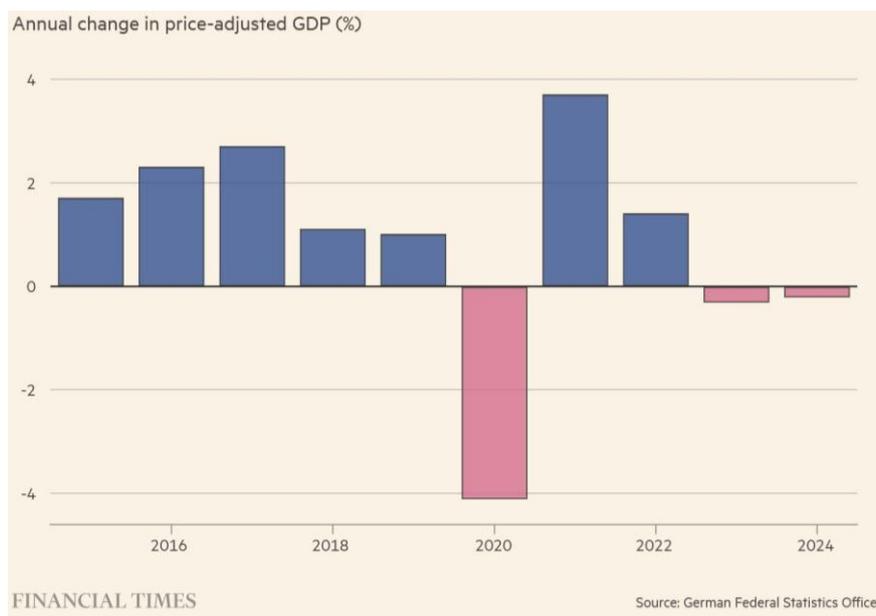


Grafico 23

Fonte: German Federal Statistics Office; FT

Mentre la maggior parte degli analisti e trader concentra l'attenzione sui movimenti di bond ed equity, pochi stanno notando il forte rialzo delle materie prime.

Dall'inizio del 2025, a differenza di altri asset, le materie prime sono in terreno positivo. Il **CRB Index** (Commodity Research Bureau), il principale indice di riferimento per le materie prime, ha raggiunto nuovi massimi a quota 372, con un incremento del +4,3% da inizio anno.

Il CRB Index è composto da 19 commodities: 39% energia, 41% agricoltura, 7% metalli preziosi e 13% metalli industriali, rendendolo un indicatore chiave per l'andamento dei prezzi delle risorse.

Particolarmente significativa è l'impennata del petrolio, che ha registrato un +15% in poche settimane, raggiungendo quota 80 dollari al barile, accompagnata dalla crescita del gas naturale a 3,74 dollari, il massimo da inizio 2023.

Questi rialzi, soprattutto nei prezzi delle materie energetiche, rappresentano un potenziale rischio inflazionistico. Un ulteriore aumento potrebbe infatti riaccendere l'inflazione, con conseguenze negative per la crescita economica e per i mercati obbligazionari e azionari.

CRB Index

Nuovi massimi dal 2014

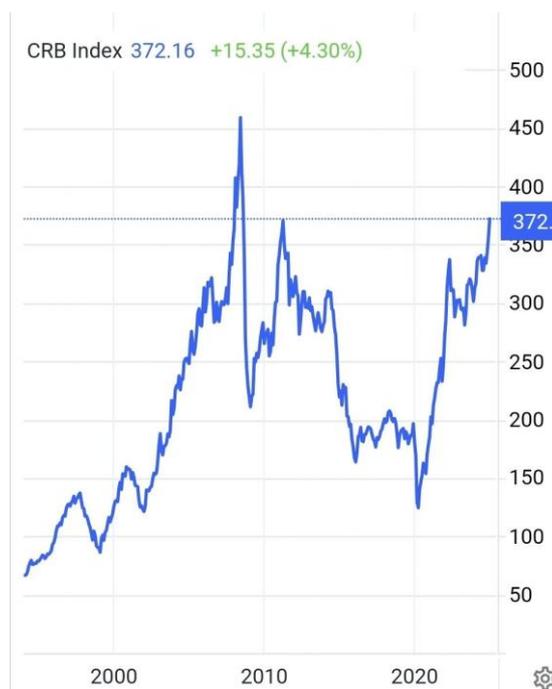


Grafico 24

Fonte: Commodity Research Bureau (CRB Index)

PICCHI DI CONCENTRAZIONE DEL MERCATO: STIAMO PER ENTRARE IN UNA FASE DI DECLINO?

Il grafico allegato mostra la differenza di dimensione tra il titolo più grande negli Stati Uniti e quello al 75° percentile negli ultimi 100 anni. Sono stati identificati otto picchi di concentrazione nel secolo passato, molti dei quali si sono verificati prima di importanti cali di mercato.

Fanno eccezione il 2009, che ha preceduto il mercato rialzista post-Grande Crisi Finanziaria, e il 1932, anno in cui il mercato toccò il fondo dopo il crollo del 1929, probabilmente perché solo le aziende più solide sopravvissero.

Il picco attuale del 2024/2025 si distingue come il più significativo dai tempi del 1932, ma con una differenza cruciale: non rappresenta un minimo di mercato. La concentrazione di mercato, trainata da società come Nvidia e i "Magnifici 7", ha portato i primi dieci titoli dell'S&P 500 a pesare il 40%, un livello senza precedenti, suggerendo una crescente possibilità di un'inversione al ribasso.

Tuttavia, non basta basarsi su uno o due indicatori per formulare una strategia. L'attuale fase rialzista potrebbe continuare più a lungo del previsto prima di una correzione. È essenziale monitorare l'azione dei prezzi per confermare le tendenze, utilizzando strumenti affidabili che forniscono segnali sia rialzisti che ribassisti.

Questo contesto, ricco di potenziali catalizzatori economici e geopolitici, richiede vigilanza da parte degli investitori, che devono prepararsi a cogliere opportunità sia sul lato lungo che su quello corto, in tutte le asset class.

Per approfondire l'analisi di questi eventi e delle opportunità di investimento, offriamo aggiornamenti e insight nella nostra Global Investment Letter. Iscriviti al nostro commento settimanale gratuito e accedi a campioni della nostra analisi completa.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Picchi di Concentrazione del Mercato

Segnali di Allerta

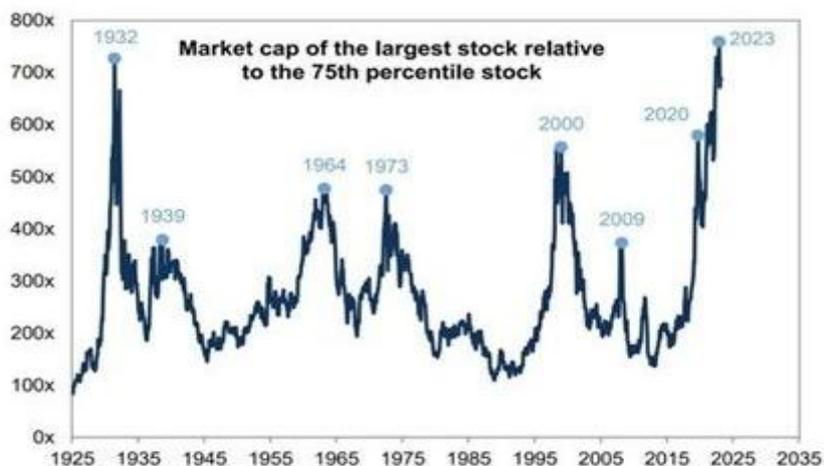


Grafico 25

Fonte: Compustat, CRSP Kenneth R. French, Goldman Sachs Global Investment Research.

Il Gigantesco Problema del Debito Cinese

Il debito totale della Cina rispetto al PIL ha raggiunto un record di circa il **370%**, un livello senza precedenti. Questa quota è raddoppiata negli ultimi 14 anni e non include il sistema bancario ombra, che opera al di fuori del settore bancario tradizionale.

La Cina si trova di fronte a un grave problema di debito che difficilmente potrà essere risolto nel breve termine.

Livelli record di debito in Cina

Il debito totale della Cina ha raggiunto il 370% del PIL nel 2024

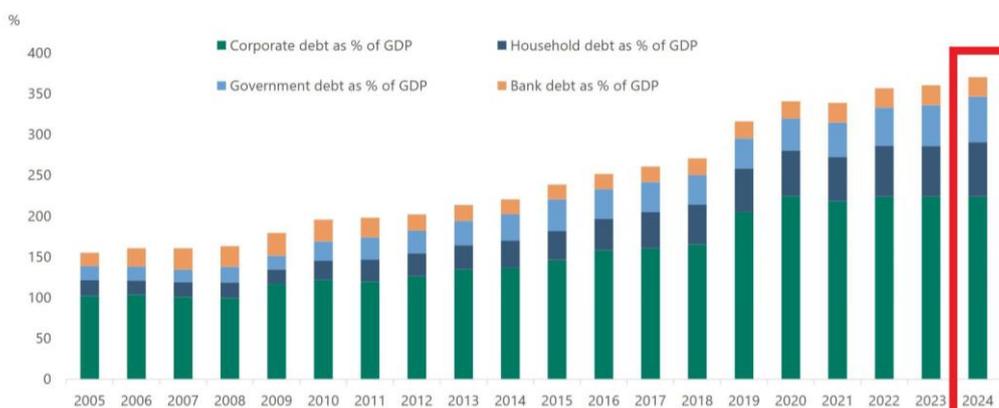


Grafico 26

Fonte: Bloomberg; Apollo

La compressione del premio per il rischio in Italia ha spinto il CDS a 5 anni della repubblica, stabilmente sotto i 60 punti base.

È il livello più contenuto dal 2009, quando iniziò la seconda ondata della crisi, questa volta sponda mediterranea e non americana.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Sarà interessante quest'anno appurare se il Belpaese ha guadagnato il diploma di maturità finanziaria, o se la riduzione degli spread di merito sovrano sia stata una aberrazione generata da cacciatori di rendimento.

CDS Italia ai minimi dal 2010

Credit Default Swaps ai minimi storici



Grafico 27

Fonte: Elaborazioni su dati storici CDS Italia USD

Negli ultimi anni, molte società di investimento hanno esercitato pressioni sulle aziende per assumere personale in base a razza e genere, e per promuovere la "sostenibilità". Tuttavia, queste iniziative hanno spesso portato a rendimenti inferiori.

Gli investimenti dichiarati "sostenibili" hanno sottoperformato rispetto ai tradizionali, poiché molte aziende che adottano strategie ESG (Environmental, Social, Governance) sembrano dare priorità a questioni politiche rispetto all'innovazione e alla competitività.

Un caso emblematico è Intel, un tempo leader globale nella tecnologia, che ha destinato ingenti risorse agli obiettivi ESG, perdendo terreno rispetto ai suoi concorrenti. Le sue azioni hanno subito un calo di oltre il 70%. "Questa è un'azienda che sta fallendo completamente!" afferma Matt Cole, CEO di Strive Investment Management.

Anche BlackRock, tra i pionieri della spinta ESG, sta iniziando a prendere le distanze da questa strategia. "I fondi ESG stanno chiudendo a velocità record" osserva Cole, sottolineando un cambiamento di tendenza significativo nel settore degli investimenti.

Un nuovo video esplora perché le strategie ESG possono portare a risultati negativi per aziende e investitori.

Azionario USA vs EU

l'impatto degli investimenti ESG



Grafico 28

Fonte: Analisi di mercato su ESG e performance azionarie, 2025.

Il mercato statunitense non è mai stato così costoso: la valutazione dell'S&P 500 ha raggiunto il livello più alto della storia sulla base di diversi indicatori. Le metriche di valutazione combinate hanno persino superato la bolla delle dot-com e gli anni '20, prima della Grande Depressione. I rendimenti futuri a lungo termine saranno probabilmente deludenti.

S&P 500 ai Massimi Storici di Valutazione

Livelli record nei principali indicatori di valutazione

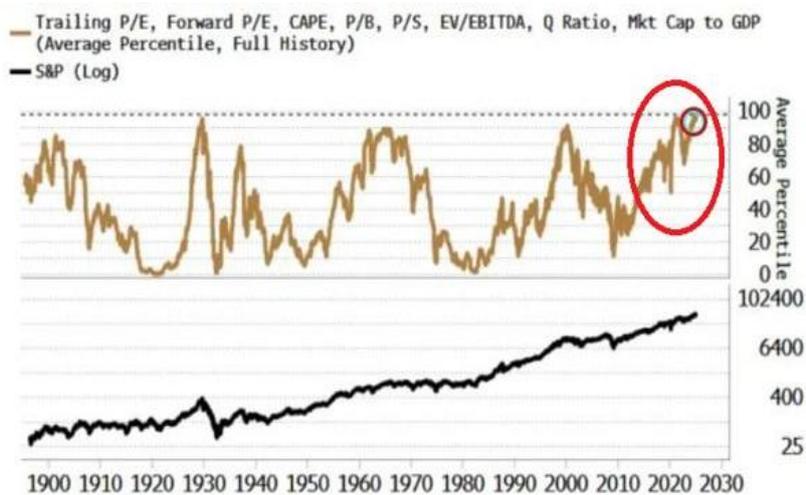


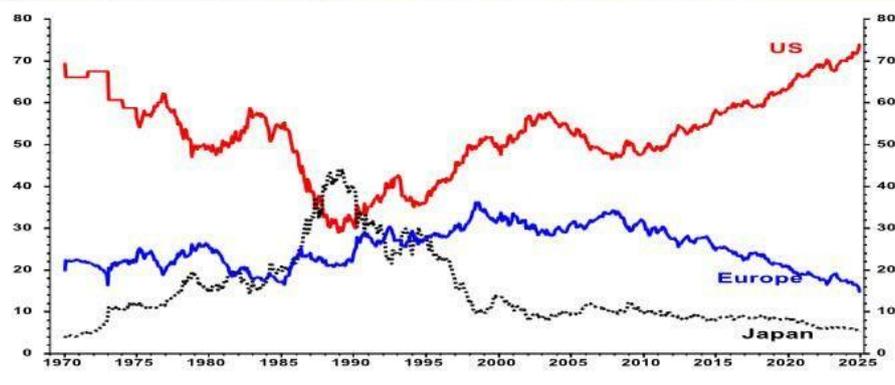
Grafico 29

Fonte: Bloomberg; Macrobond

Il Mercato Azionario USA Domina la Capitalizzazione Globale

Gli Stati Uniti rappresentano ora il 75% della capitalizzazione di mercato mondiale,

The US equity market has now reached 75% of world market capitalisation



Source: Datastream

Grafico 30

Fonte: Markets & Mayhem; Datastream



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.