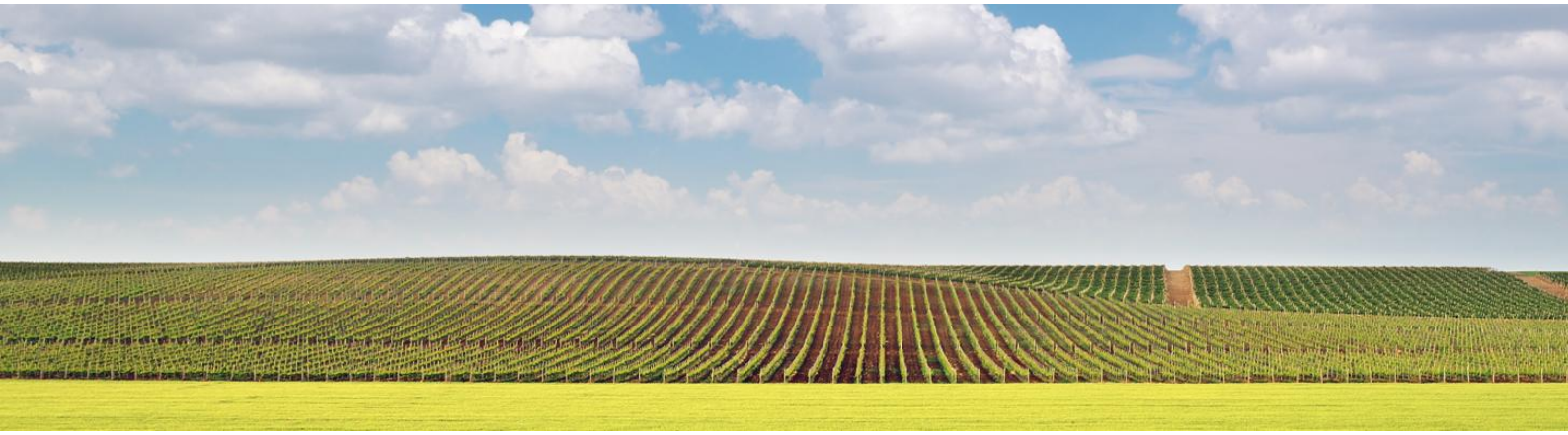
REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. VII

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 Stati Uniti si avviano ad approvare un piano di tagli alle tasse che farà esplodere ulteriormente il deficit pubblico. Un deficit in aumento fa scendere la Borsa? Dipende.

Innanzitutto, ci sono alcuni luoghi comuni che non sono esatti. Si dice, per esempio, che si buttano via 1000 miliardi di spesa in interessi. In realtà, quei 1000 miliardi arrivano nelle tasche di investitori in gran parte statunitensi che possono finanziarci dei consumi. E' piuttosto un trasferimento di risorse.

Inoltre, l'aumento del debito pubblico si è accompagnato ad una diminuzione del debito privato che rende tutto il sistema meno rischioso.

Oltre a questo, se il debito aumenta per tagliare le tasse, questo aumenta i profitti delle imprese e fa salire la borsa.

C'è però un punto di rottura che può causare una crisi di fiducia sugli asset statunitensi. Quello che negli ultimi tempi è stato definito "Liz Truss moment".

Che cosa può scatenarlo? Ciò che può far deflagrare la situazione è un aumento delle aspettative di inflazione, e il filo che lega le azioni di Trump nell'ultimo periodo va letto in questa chiave.

A fronte di tariffe che il prossimo mese potrebbero avere un impatto sull'inflazione, gli Stati Uniti non possono assolutamente permettersi un petrolio in salita che comprometterebbe seriamente l'Outlook dei prezzi e farebbe perdere il controllo della curva dei rendimenti.

Perché quindi dare all'Arabia accesso a tecnologie estremamente strategiche se non per farsi garantire che il prezzo del petrolio non salga? Queste pressioni sono già risultate evidenti quando l'OPEC ha deciso di aumentare la produzione seppur in un contesto di possibile rallentamento economico.

Ieri Trump ha avuto un colloquio telefonico con Putin. Ha parlato addirittura della possibilità di fare un trade deal con la Russia. Nulla di più distante dalla posizione europea. Ma Trump mira a riportare sul mercato globale le risorse energetiche russe. Il suo primo obiettivo, in questo momento, è contenere l'inflazione attraverso il controllo del prezzo del petrolio.

Fonte: Lorenzo Ippoliti

Trump in Arabia

Immagine 1

Durante l'ultima missione in Arabia Saudita, Donald Trump ha orchestrato un accordo multilivello che potrebbe ridisegnare gli equilibri tecnologici ed economici globali. Mentre l'Europa discute ancora di regole, vincoli e "safe AI", Washington e Riad hanno messo in piedi una piattaforma operativa da 600 miliardi di dollari, che va ben oltre la classica cooperazione militare. A fronte di un contratto record da 142 miliardi per sistemi d'arma, il cuore dell'intesa è stato il consolidamento di un hub dell'intelligenza artificiale nel Golfo, con investimenti diretti in semiconduttori, cloud computing, modelli linguistici e infrastrutture dati.

Il fondo sovrano saudita ha dato vita a "Humain", una società nata per trasformare il Paese in polo mondiale dell'AI. Il primo passo? Un ordine da 18.000 chip Blackwell di NVIDIA – cuore dei nuovi modelli generativi – e un investimento da 10 miliardi in tecnologia AMD per alimentare la prossima generazione di supercalcolo. Amazon Web Services installerà una "AI Zone" ad alta capacità computazionale, mentre Palantir, Google e Microsoft entreranno nell'ecosistema saudita per sviluppare applicazioni di AI predittiva, sicurezza e gestione pubblica.

L'Europa, in questo scenario, è rimasta spettatrice. Mentre Berlino e Bruxelles esitano, impantanate in dispute normative e diffidenze strategiche, il Medio Oriente viene colonizzato dalle multinazionali tech americane. Elon Musk ha presentato la versione 3 dei robot Tesla Optimus, destinati al mercato saudita, e ha promesso una nuova costellazione Starlink per il controllo del traffico marittimo. Sam Altman, CEO di OpenAI, ha aperto alla possibilità di costruire un modello linguistico addestrato sull'arabo classico e i dialetti regionali, in collaborazione con le università saudite. Tutto questo, mentre in Europa si fatica ancora a capire come applicare l'AI Act.

A livello strategico, l'Arabia Saudita sta attuando un modello "post-oil" in cui l'energia a basso costo è la leva per attrarre computing, training e capitali. È un disegno industriale che coniuga infrastruttura, dati, hardware e capitale umano – ciò che in Europa manca non per assenza di risorse, ma per inerzia decisionale. I player

statunitensi, con l'appoggio di Trump e del Deep Tech Council non ufficiale che lo accompagna, stanno posizionando il Medio Oriente come piattaforma esterna di sviluppo tecnologico, sfruttando l'assenza di competitor sistemici europei.

Il paradosso è che l'Europa, che avrebbe le competenze, le università e la domanda, sta rinunciando al protagonismo nel campo più strategico del XXI secolo: l'intelligenza artificiale come leva geopolitica. Mentre negli Emirati, a Riad e persino in Oman si progettano chip center e data lake sovrani, Bruxelles discute se ChatGPT possa turbare i diritti fondamentali. L'occasione è passata, forse non irrimediabilmente, ma servirà ben più di un regolamento per rientrare nel gioco.

Storico Deal Americano in Qatar

Investimento promesso vs GDP del Qatar

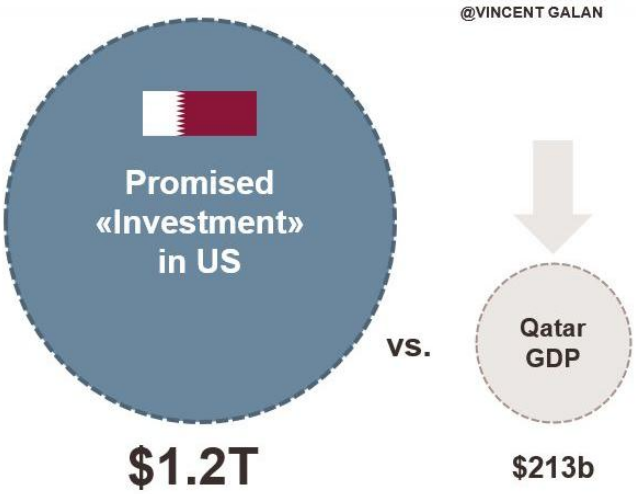


Grafico 1
Fonte: Vincent Galan

Con il conto alla rovescia segnato dall'orologio sul tetto del debito americano – oggi a 36 trilioni di dollari e potenzialmente destinato a essere superato già ad agosto – il debito nazionale degli Stati Uniti continua a crescere, come accade da decenni. Secondo il Congressional Budget Office, nel 2023 il debito pubblico ha raggiunto il 98% del PIL e si prevede che supererà il picco della Seconda Guerra Mondiale entro il 2029, arrivando al 119% entro il 2035.

Ciò che preoccupa in particolare gli analisti di Moody's non è solo l'ammontare complessivo del debito, ma la rapidità con cui sta aumentando. Nel 2023, il deficit ha toccato i 1,8 trilioni di dollari, oltre il 6% del PIL, mentre i pagamenti per interessi sul debito sono saliti a 882 miliardi di dollari, superando la spesa per la difesa e Medicare.

Gli ultimi tagli fiscali e l'aumento della spesa – definiti dall'ex presidente Trump come "la grande, bellissima legge" – potrebbero aggiungere altri 4 trilioni di dollari al disavanzo federale nel prossimo decennio. Secondo Moody's, ciò potrebbe far salire il rapporto debito/PIL fino al 134% entro il 2035.

Fonte: Carles – Henry Monchau, CIO SYZ Group

USA un buco da 1.830 miliardi di Dollari

Nel 2024 le entrate federali hanno coperto solo il 73% della spesa pubblica

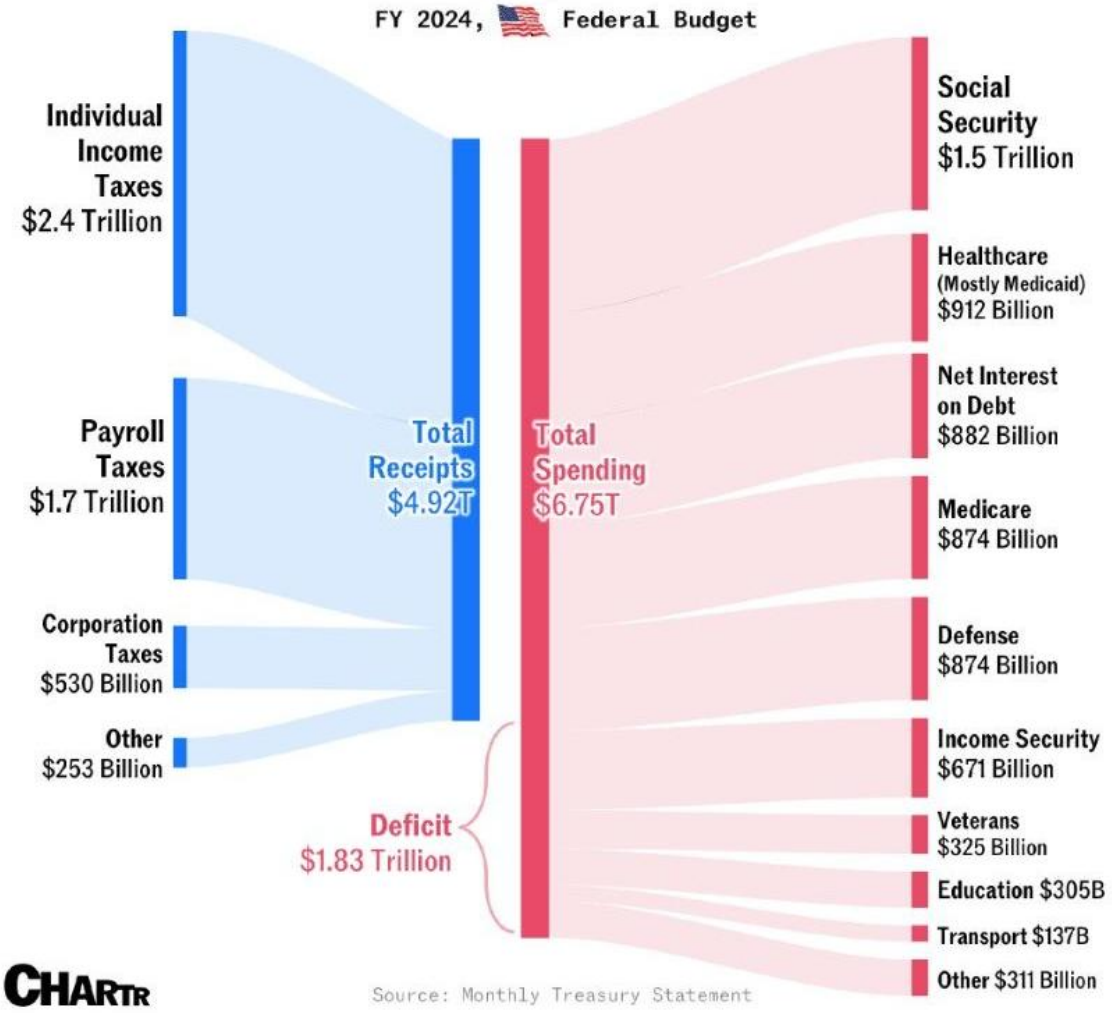


Grafico: 2
Fonte: Monthly Treasury Statement

Entro il 2028, i data center orbitali (ODC) diventeranno i nuovi "giacimenti petroliferi digitali": la risorsa informatica più preziosa e strategica sul pianeta – o meglio, oltre il pianeta.

Stati sovrani e giganti tech si contenderanno il primato non solo nell'hardware spaziale, ma nel controllo dell'economia digitale dallo spazio, dove l'addestramento dei modelli di intelligenza artificiale sarà più rapido, sicuro e scalabile, superando i limiti terrestri.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Avere capacità di calcolo in orbita sarà, entro il 2028, strategico quanto possedere il petrolio nel XX secolo o le terre rare nel XXI. Gli ODC non sono solo infrastrutture: rappresentano il nuovo sistema operativo per lo spazio, l'intelligenza artificiale, la difesa e la resilienza globale.

Per investitori lungimiranti, governi visionari e pionieri tecnologici, i data center orbitali non saranno semplici progetti sperimentali, ma la spina dorsale della prossima economia da trilioni di dollari.

Fonte: Saun Peiffer, MBA

Render Data Center Orbitali

Immagine 2

Tassi d'interesse reali nel 2025: l'equilibrio impossibile tra due estremi

I tassi d'interesse reali – ovvero corretti per l'inflazione – stanno inviando segnali cruciali per l'economia globale. Ignorarli significherebbe trascurare un indicatore strategico.

- **Russia: +14,5%**
- **Giappone: -2,1%**

Due economie, due estremi. Nessuno dei due è sostenibile nel lungo periodo.

Quando i tassi reali scendono sotto lo zero, l'indebitamento aumenta e spesso ne derivano bolle speculative. È quanto accade in Giappone da decenni.
Quando invece i tassi reali sono troppo elevati, il capitale si ritrae e gli investimenti rallentano. È la situazione che stanno affrontando oggi Russia e Brasile, con tassi superiori al 9%.

Storicamente, l'intervallo considerato "equilibrato" per i tassi reali è compreso tra l'1,5% e il 2,5%. Le deviazioni eccessive, in entrambe le direzioni, tendono a precedere momenti di discontinuità economica: recessioni, crisi sistemiche, esplosioni di asset.

Lezioni dal passato:

- La Fed guidata da Paul Volcker utilizzò tassi reali a doppia cifra per contenere l'inflazione, innescando però una recessione.
- L'esperimento dei tassi negativi nell'Eurozona ha favorito l'aumento degli asset, ma ha avuto effetti modesti sulla crescita reale.
- Il Giappone è rimasto in un contesto di tassi reali negativi per decenni, senza riuscire a uscire da una prolungata stagnazione.

La sfida è trovare un punto di equilibrio: tassi sufficientemente alti da incentivare il risparmio, ma abbastanza bassi da non ostacolare gli investimenti.
Nel 2025, siamo ancora molto lontani da questo bilanciamento.

Fonte: Jonathan Baird, CFA

USA un buco da 1.830 miliardi di Dollari

Nel 2024 le entrate federali hanno coperto solo il 73% della spesa pubblica

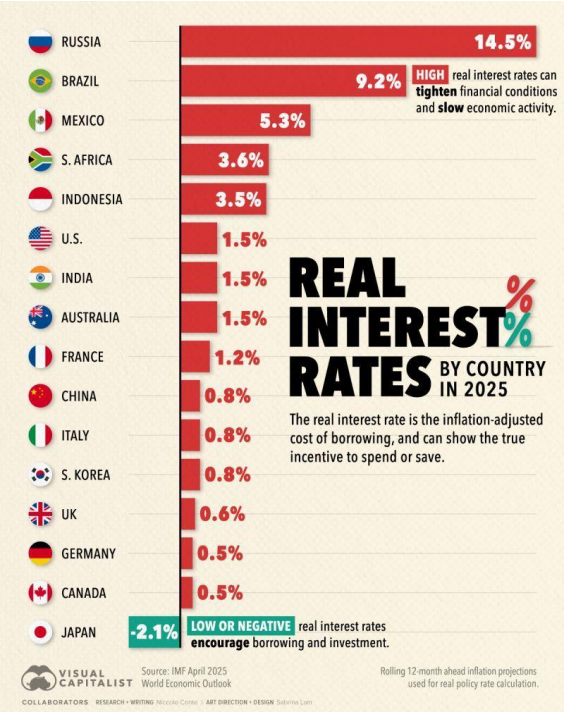


Grafico: 3
Fonte: IMF

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il silenzio di Gao Shanwen e la guerra economica globale

Che fine ha fatto Gao Shanwen? Da mesi è scomparso dalla scena pubblica. Ha perso la licenza per esercitare come economista presso SDIC Securities a Hong Kong, una società finanziaria statale. Eppure, Gao era un uomo del sistema: aveva lavorato per la Banca centrale cinese, aveva ricoperto ruoli di consulenza per alti funzionari, non aveva mai messo in discussione pubblicamente le linee guida del potere di Xi Jinping. Ma qualcosa è cambiato.

Il suo errore? Aver detto la verità. Gao ha osato affermare che la crescita reale della Cina è inferiore alla metà di quella ufficiale e che la disoccupazione giovanile è più del doppio rispetto ai dati pubblicati da Pechino. Questo gli è costato il silenzio forzato. Un uomo riservato, Gao è improvvisamente diventato virale quando, lo scorso dicembre, durante una conferenza, ha pronunciato una frase che ha fatto il giro del Paese prima di essere censurata: *"I giovani in Cina sono privi di vita, le persone di mezza età non hanno nulla per cui vivere. Solo gli anziani sono ancora pieni di vitalità."*

La crisi che Gao descrive riguarda anche noi. L'Europa, e in particolare l'Italia, non possono dirsi estranee a questa guerra economica. Warren Buffett ha definito i dazi annunciati da Donald Trump una forma di *guerra economica* – un modo per trasferire le tensioni interne degli Stati Uniti (disuguaglianze, debito, instabilità sociale) sul resto del mondo. Ma esiste un'altra guerra, non dichiarata, portata avanti dalla Cina di Xi Jinping: non a colpi di dazi, ma attraverso il più aggressivo mercantilismo della storia moderna.

L'effetto è devastante: un eccesso di capacità produttiva globale in molti settori industriali a forte intensità di manodopera. La battaglia tra le grandi aree economiche globali oggi riguarda l'allocazione delle perdite – perdita di posti di lavoro, di potere d'acquisto, di stabilità politica. Qualcuno pagherà il prezzo. E l'Italia è tra i candidati, se non saprà reagire.

Secondo Yasheng Huang, economista del MIT, il vero tasso di disoccupazione giovanile in Cina sarebbe attorno al 40%, ben lontano dal 17% ufficiale. Gao, in un altro intervento a Washington, ha parlato anche del PIL: *"Non conosciamo il dato reale della crescita in Cina. La mia stima è che negli ultimi due o tre anni si sia aggirata attorno al 2%, non al 5% dichiarato."* Dopo quelle parole, le sanzioni disciplinari sono arrivate in pochi giorni.

Gao Shanwen ha solo detto ciò che molti sospettavano. E per questo è stato messo a tacere. La sua storia è un monito, anche per l'Occidente.

Fonte: Federico Fubini. Corriere della Sera

Gao Shanwen

Immagine 3

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il grafico invertito dei tassi reali USA rispetto al prezzo dell'oro, elaborato da BurggrabenH, suggerisce che il mercato ha di fatto declassato il debito statunitense a livello di un "mercato emergente in regime di fiscal dominance" già nel terzo trimestre del 2022.

Il concetto di **"EM in Fiscal Dominance"** implica che, in presenza di tassi di interesse reali elevati, il rischio di spirale del debito sovrano diventa una certezza matematica: maggiore è il costo del denaro reale, più alto sarà il debito da rifinanziare, più debole sarà la sostenibilità fiscale.

Risultato? In questo scenario, l'oro tende a salire proprio in presenza di tassi reali più alti, contrariamente alla dinamica storica, segnalando una perdita di fiducia strutturale nella solvibilità del Tesoro USA.

Fonte: Luke Gromen

Oro vs Tasso di Interesse Reale

Confronto storico

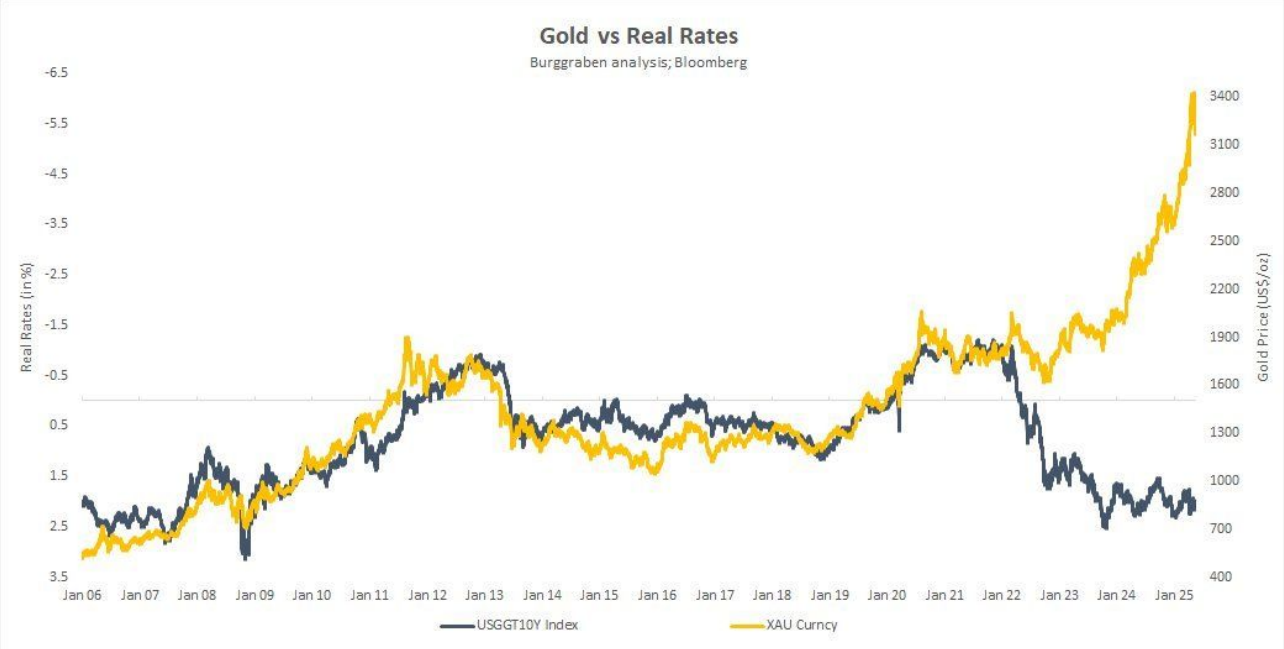


Grafico: 4
Fonte: Burggraben analysis; Bloomberg

Fine della supremazia militare occidentale? Il caso Rafale contro J-10C

Il confronto operativo tra i Dassault Rafale francesi e i J-10C cinesi ha riacceso il dibattito sul reale stato della superiorità militare occidentale. Il Rafale, fiore all'occhiello dell'aeronautica francese, ha un costo stimato di circa 138 milioni di euro per unità, contro i 40-50 milioni di dollari del caccia multiruolo cinese di quarta generazione avanzata. La perdita di cinque Rafale in un contesto operativo ha sollevato più di un interrogativo sull'efficacia e il rapporto costo-beneficio dei sistemi d'arma occidentali.

L'episodio rappresenta un duro colpo non solo alla credibilità militare francese, ma anche alla spendibilità commerciale di questi asset nel mercato globale della difesa. In un quadro geopolitico sempre più segnato dalla cooperazione strategica tra Russia e Cina, simili eventi rafforzano la percezione di un crescente divario tecnologico e operativo tra blocchi rivali.

Parallelamente, le difficoltà riscontrate da diversi mezzi occidentali in teatri come quello ucraino – dai carri Leopard e Challenger fino ai missili intercettori occidentali – contribuiscono a ridimensionare la narrazione di una superiorità incontrastata. Il recente attacco con missile balistico ipersonico che ha colpito obiettivi protetti nei pressi di Tel Aviv, eludendo sistemi avanzati come Iron Dome, Arrow e THAAD, evidenzia come anche attori non statali o regionali abbiano accesso a tecnologie avanzate.

In questo contesto, il dominio militare occidentale appare sempre più contestato, sia sul piano tecnologico che su quello strategico. Resta da capire se i decisori europei, e in particolare la leadership francese, sapranno trarne le dovute conseguenze.

J-10C cinese vs. Dassault Rafale francese

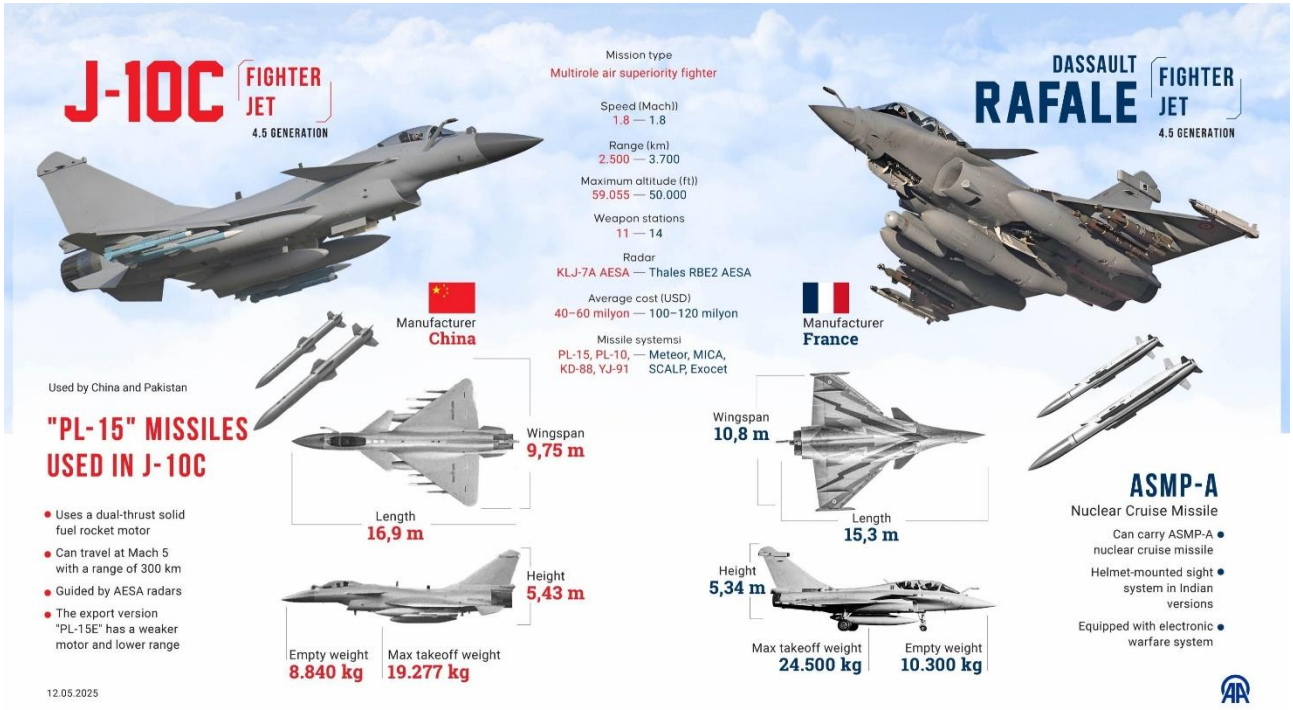


Immagine 4

Le azioni dei mercati emergenti sono "il prossimo mercato rialzista" in quanto beneficiano di un dollaro più debole e di una ripresa economica in Cina, secondo Michael Hartnett di Bank of America Corp.

Fonte: Heiko Hormel

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

I Mercati Emergenti pronti al decollo

L'indice MSCI EM Ex-China vicino a superare una resistenza ventennale

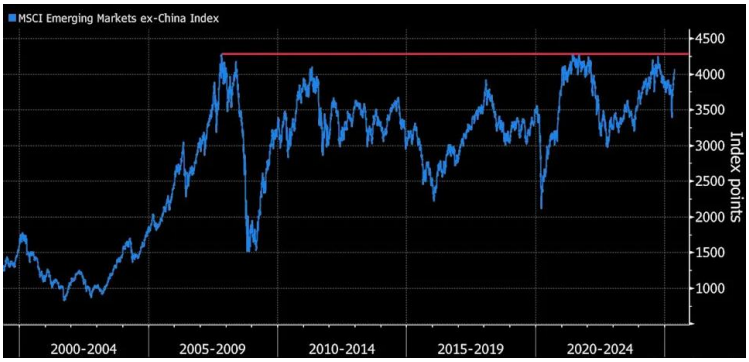


Grafico: 5
Fonte: Bloomberg, BofA, Hartnett

Calo shock per i prezzi alla produzione negli Stati Uniti: PPI al ribasso su tutta la linea

Dopo un dato sull'inflazione al consumo (CPI) più debole del previsto, anche l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) statunitense ha sorpreso al ribasso ad aprile, registrando una flessione dello 0,5% su base mensile rispetto al consenso di +0,2%. Si tratta della contrazione più marcata da aprile 2020. Sebbene il dato di marzo sia stato rivisto al rialzo, la dinamica di aprile resta significativa. Su base annua, il PPI headline rallenta al +2,4%, toccando il minimo da settembre 2024. Ancora più rilevante è il calo del PPI core, che esclude le componenti più volatili: la variazione negativa è stata la più ampia mai registrata da quando la serie è stata avviata nel 2010.

I prezzi dei servizi alla domanda finale sono scesi dello 0,7%, il calo più forte dall'introduzione dell'indice nel 2009, trainato da un crollo dell'1,6% nei margini dei servizi commerciali. Anche i settori di trasporti e logistica hanno registrato leggere flessioni, rispettivamente dello 0,3% e 0,4%.

In sintesi: aprile ha mostrato un raffreddamento generalizzato della pressione sui prezzi alla produzione, sollevando nuove riflessioni sulle prospettive di politica monetaria della Federal Reserve.

Fonte: Laurent Lequeu

Prezzi alla Produzione USA in Caduta Libera

ad Aprile -0,5% MoM

Grafico: 6
Fonte: Bloomberg

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Ciò che vedete è una collezione di titoli governativi a 30 anni i cui rendimenti stanno inviando un segnale di allerta Rossa. Dall'Australia al Canada, dal Regno Unito ai principali membri UE, dagli USA al Giappone. Il trentennale è il canarino nella miniera. Per quanto le Banche centrali taglino i tassi, i bond sovrani a lunga scadenza deprezzano e vedono il premio di rischio salire.

Fonte: Mauro Bottarelli

Rendimenti a 30 Anni

Aumento globale

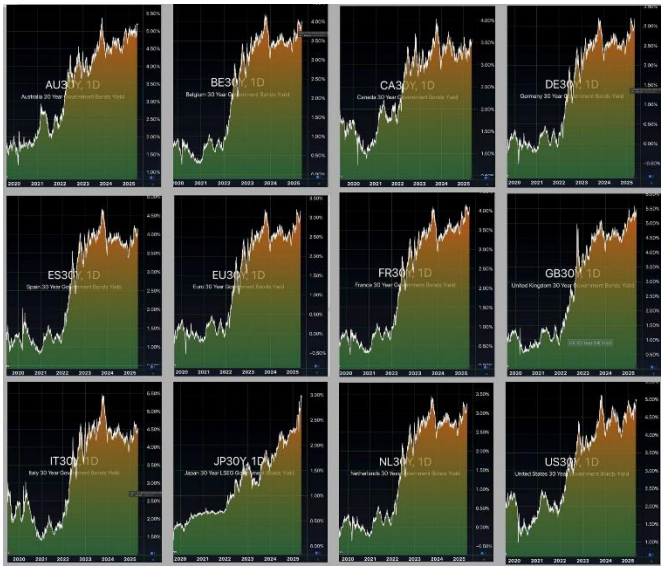


Grafico: 7

Il prezzo dei credit default swap sul debito governativo degli Stati Uniti sta salendo al livello più alto dal 2023 e a uno dei livelli più alti dal 2008

USA un mercato a rischio

Il costo per assicurarsi contro un default sul debito USA a 1 anno

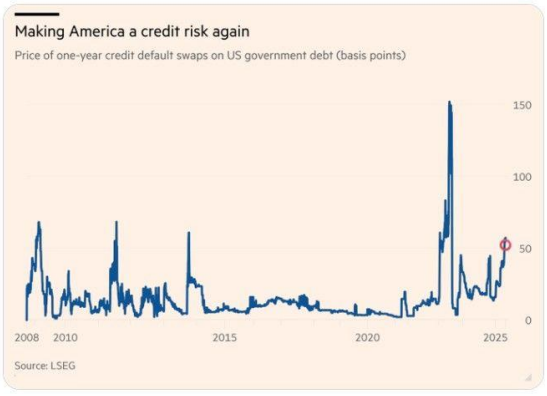


Grafico: 8
Fonte: LSEG

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Raramente così ribassisti sul dollaro:

Secondo un sondaggio di BofA che ha coinvolto 174 gestori con un patrimonio totale di 458 miliardi di dollari, quasi il 20% degli investitori istituzionali dichiara di essere sottopesato sul dollaro USA: il dato più elevato degli ultimi 19 anni. Il biglietto verde è destinato a scendere ancora.

Investitori al livello più ribassista sul dollaro USA dal 2006

Segnale estremo di sfiducia

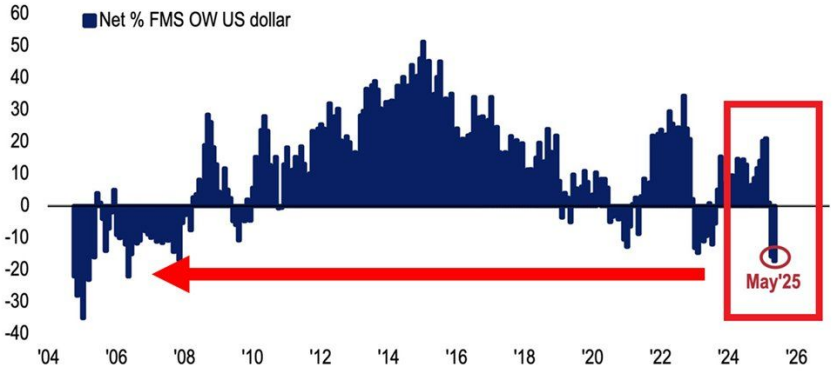


Grafico: 9
Fonte: BofA

Le famiglie americane puntano sempre di più sull'azionario:

La quota di azioni detenute dalle famiglie statunitensi ha raggiunto il 43,4%, il livello più alto mai registrato. Per confronto, al culmine della bolla dot-com nel 2000 si fermava al 38,4%. Contestualmente, le allocazioni in liquidità e obbligazioni restano vicine ai minimi storici.

Allocazione record delle famiglie statunitensi in azioni

aggiunto un massimo storico del 43,4%

Grafico: 10
Fonte: Global Markets Investor; FRED

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il mercato dei capitali europeo sta vivendo un processo di consolidamento, ma è ancora lontano dal raggiungere un assetto paragonabile a quello di economie come gli Stati Uniti o la Cina. In questi due Paesi, infatti, il ruolo centrale delle istituzioni finanziarie consente di canalizzare risorse e capitali di rischio a sostegno dell'economia reale, favorendo l'innovazione e lo sviluppo industriale. Negli Stati Uniti, i grandi attori finanziari supportano le imprese nei loro progetti più ambiziosi, mentre in Cina il sistema bancario contribuisce a finanziare iniziative strategiche di interesse pubblico.

In Europa, invece, il quadro è ancora caratterizzato da una forte frammentazione dei mercati dei capitali e da operatori di dimensioni relativamente contenute, non all'altezza delle ambizioni economiche che il continente inizia a delineare. Inoltre, rimane limitata la capacità di mobilitare l'enorme risparmio privato europeo verso strumenti finanziari in grado di coniugare crescita, coesione e interesse strategico di lungo termine dell'Unione.

Mercato Unico Europeo

il grande mercato UE

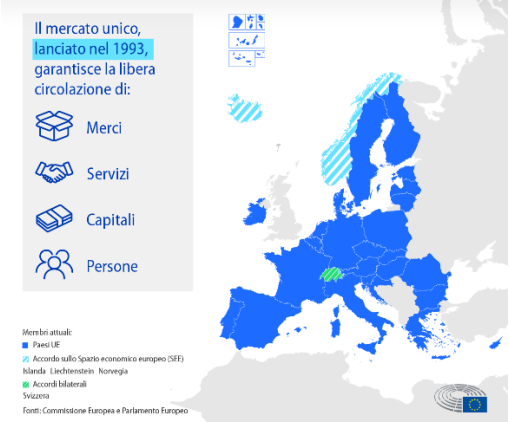


Grafico: 11
Fonte: Commissione e Parlamento EU

Disuguaglianza distributiva

Persone nel mondo

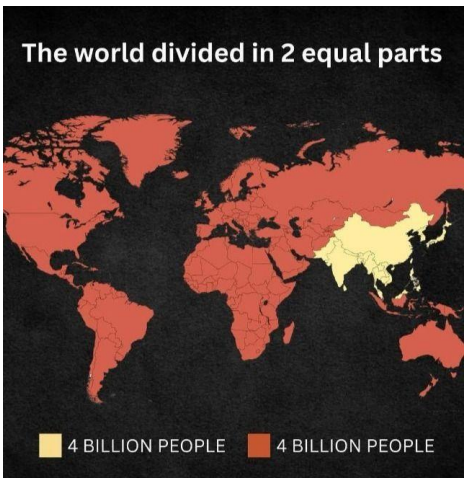


Grafico: 12
Fonte: World in Maps

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Cina vs USA

Crescita industriale (2019-2024)

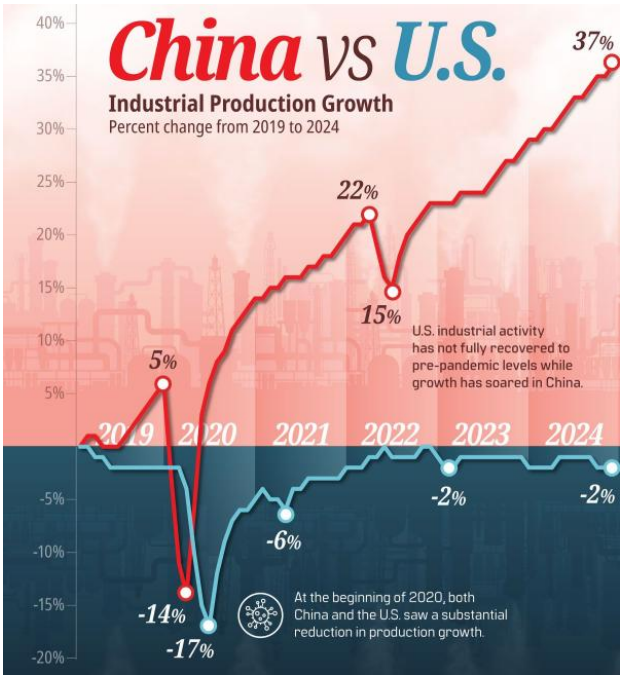


Grafico: 13
Fonte: IMF

La Cina, una potenza manifatturiera ancora sottovalutata

Il grafico parla chiaro: nel 2024 la produzione manifatturiera cinese è destinata a raggiungere i 4,16 trilioni di dollari, superando la somma combinata di Stati Uniti (2,49 trilioni), Germania (845 miliardi) e India (781 miliardi). Un unico paese che rappresenta circa il 26% della produzione industriale globale.

Eppure, nel dibattito politico internazionale persiste la convinzione che la Cina possa essere facilmente contenuta attraverso dazi o accordi commerciali.

Ma i numeri raccontano un'altra storia: appena il 15% delle esportazioni cinesi è diretto verso gli Stati Uniti. Il vantaggio cinese non è solo una questione di scala, ma di leva strategica.

Perché è rilevante?
Perché in un mondo in cui catene del valore, capitali e geopolitica sono sempre più interconnessi, sottovalutare la capacità industriale della Cina significa fraintendere la sua resilienza e il suo potere negoziale—sia sul piano commerciale che tecnologico.

Nella nuova era della globalizzazione, la forza industriale è sinonimo di autonomia strategica. E la Cina, sotto questo profilo, è già in vantaggio.

Cina vs World

Output manuffattiero

Grafico: 14
Fonte: IMF

La bolla del debito globale continua a gonfiarsi:

I numeri del primo trimestre 2025 confermano un trend preoccupante:

- Il debito globale è aumentato di 7,5 trilioni di dollari, toccando un nuovo massimo storico di 324 trilioni di dollari.
- Nei mercati emergenti, il debito ha raggiunto il livello record di 106 trilioni di dollari.
- A livello globale, il rapporto debito/PIL si è leggermente ridotto, ma resta elevato, al 325%.
- Nei mercati emergenti, il rapporto debito/PIL ha invece raggiunto un nuovo picco storico del 245%.

Questi dati evidenziano la crescente fragilità finanziaria del sistema globale, in un contesto in cui i margini di manovra per politica fiscale e monetaria si fanno sempre più stretti.

Debito Globale

Record su Record

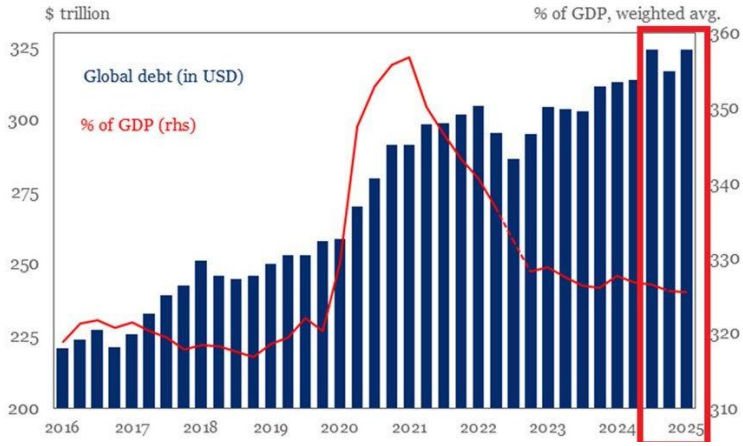


Grafico: 15
Fonte: IIF Global Debt Monitor

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

I container cinesi verso gli Stati Uniti oggi superano i livelli registrati sia il 10 maggio 2024 che il 10 maggio 2023. Superano, nonostante i dati ufficiali dicano il contrario.

Benvenuti nel mondo dei *trans-shipments*: la pratica di far transitare merci cinesi attraverso Paesi terzi (spesso asiatici) per "ripulire" l'origine dei prodotti ed evitare che risultino direttamente provenienti dalla Cina.

Ecco spiegata l'apparente contraddizione nei dati di aprile: un calo delle importazioni dirette dalla Cina negli USA, ma allo stesso tempo un aumento dell'8% nelle importazioni complessive.

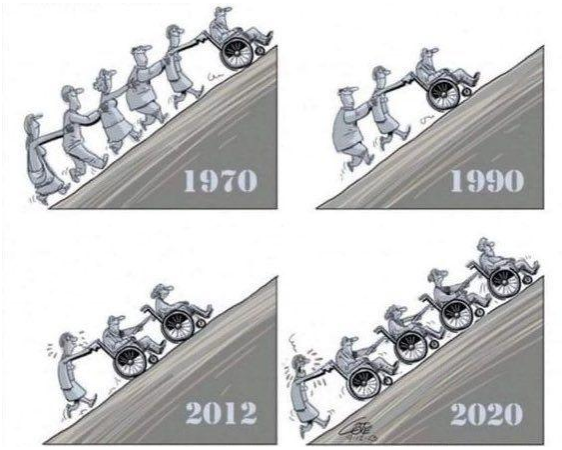
Il Dragone non è sparito: ha solo cambiato mittente.

Container dalla Cina agli USA (in TUEs)

Container cinesi diretti negli USA tornano ai massimi: oltre i livelli del 2023 e 2024

Grafico: 16
Fonte: Mauro Bottarelli

L'impatto demografico sui sistemi pensionistici europei riassunto in una vignetta



Fonte: Michelé A.Arouet
Immagine: 5

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il dollaro USA, sia in termini nominali che reali, non può ancora definirsi a buon mercato, anche se è leggermente meno caro rispetto al passato.

Il differenziale di rendimento di circa il 4% rispetto al franco svizzero rappresenta un buon margine per gli investitori obbligazionari in CHF, ma rendimenti simili si trovano anche in altre valute come sterlina britannica (GBP), dollaro australiano (AUD) e neozelandese (NZD).

Perché non valutare una maggiore diversificazione? Anche se ciò comporta una volatilità un po' più elevata, potrebbe migliorare il profilo rischio/rendimento complessivo del portafoglio.

Dollaro forte ma non (ancora) a sconto

Il valore nominale resta elevato

Grafico: 17
Fonte: Bloomberg

La vera spina nel fianco del Bel Paese: stiamo correndo una maratona con lo zaino pieno di pietre.

Energia elettrica

Prezzi a confronto (€/MWh)

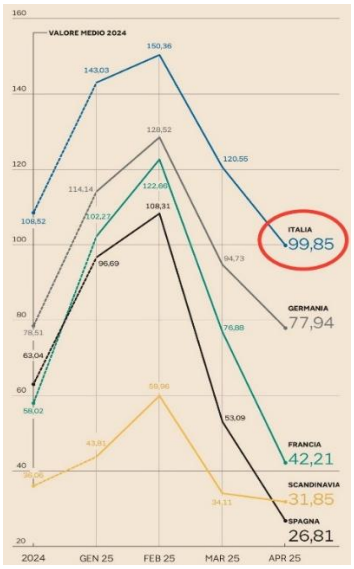


Grafico: 18
Fonte: Gestore mercati energetici

Grafico interessante, il premio a termine (in aumento) è stato il fattore principale per non diminuire / aumentare i tassi negli ultimi 12 mesi.

Premio a termine sostiene i rendimenti USA

Nonostante la pressione al ribasso sui tassi governativi a 10 anni

Grafico: 19
Fonte: FED of New York

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

"Non vedo né il cervo, né l'inflazione."

Eppure, secondo le ultime proiezioni della Federal Reserve, entrambi sono all'orizzonte.

Un promemoria puntuale del fatto che l'economia statunitense si trova in una combinazione storicamente inedita di squilibri macroeconomici:

- Un'inflazione che richiama quella degli anni '70
- Un livello di debito pubblico paragonabile a quello degli anni '40
- Valutazioni azionarie simili a quelle della fine degli anni '20

In questo contesto, la vulnerabilità degli asset finanziari è evidente. Forse, collettivamente, non abbiamo un'esposizione sufficiente verso beni reali.

Il presidente della Fed, Jerome Powell, ha affermato: *"Non credo che dobbiamo avere fretta di adeguare i tassi."* Attualmente, i mercati stimano meno del 24% di probabilità di un taglio dei tassi a giugno. Solo un mese fa, questa ipotesi era data per certa.

Commodities to Equity Ratio

a confronto con il dollaro USA

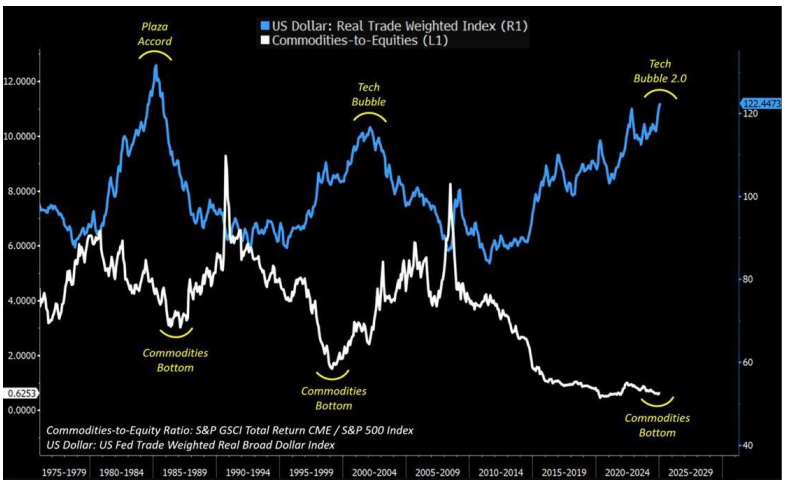


Grafico: 20
Fonte: Bloomberg; Tavi Costa; Crescat Capital LLC

Attenzione al rumore dei dati sui nuovi ordini, l'industria tedesca non è ancora tornata in pieno svolgimento.

Certo, l'aumento è stato molto ampio, ma il segnale è offuscato dal front-loading per ridurre al minimo l'impatto delle tariffe. Simile a quello che è successo con i PMI manifatturieri.

Inoltre, gli ordini nel Q1 sono ancora in calo rispetto al trimestre precedente.

La stampa del fatturato indicherebbe un aumento della produzione industriale, in uscita domani, ma la relazione si è allentata.

Ordini industriali in Germania

Trend in calo dal 2021

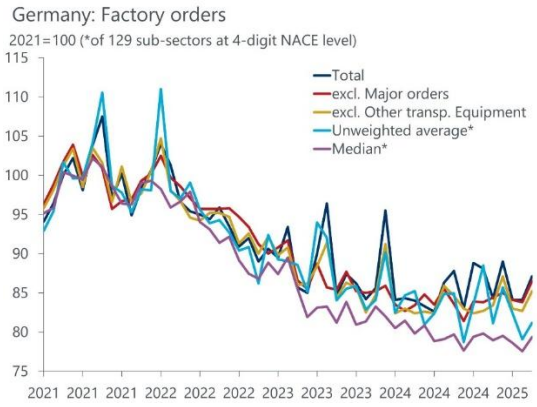


Grafico: 21
Fonte: Oxford Economics

Dieci anni fa i produttori di petrolio avvertivano del rischio di carenze di approvvigionamento a causa della scarsa spesa in investimenti di capitale. Quel rischio non si è mai concretizzato. Oggi, la sfida sembra essere l'opposta: nei prossimi dieci anni, il vero problema potrebbe essere un calo strutturale della domanda.

Intanto, dagli Stati Uniti arrivano segnali d'allarme dal settore immobiliare commerciale. Il tasso di insolvenza sui titoli garantiti da ipoteca commerciale (CMBS) relativi agli uffici è salito al 10,3% ad aprile, avvicinandosi ai massimi storici. Anche il comparto multifamiliare registra difficoltà, con un tasso di insolvenza in aumento di 113 punti base, fino al 6,57%, il valore più alto dal 2015.

Due settori in trasformazione profonda, entrambi alla ricerca di un nuovo equilibrio.

L'eccesso di offerta sta schiacciando i prezzi del petrolio

L'attuale calo è guidato da dinamiche produttive più che da variazioni nei consumi

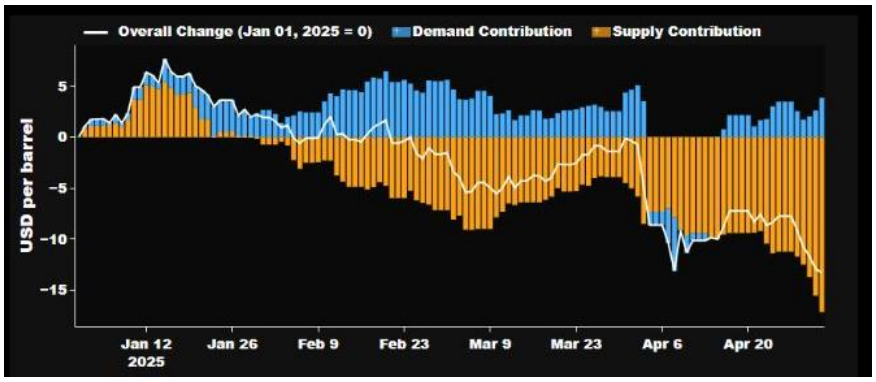


Grafico: 22
Fonte: Bloomberg

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il tasso di insolvenza degli uffici negli USA

Ritorno ai livelli della crisi finanziaria

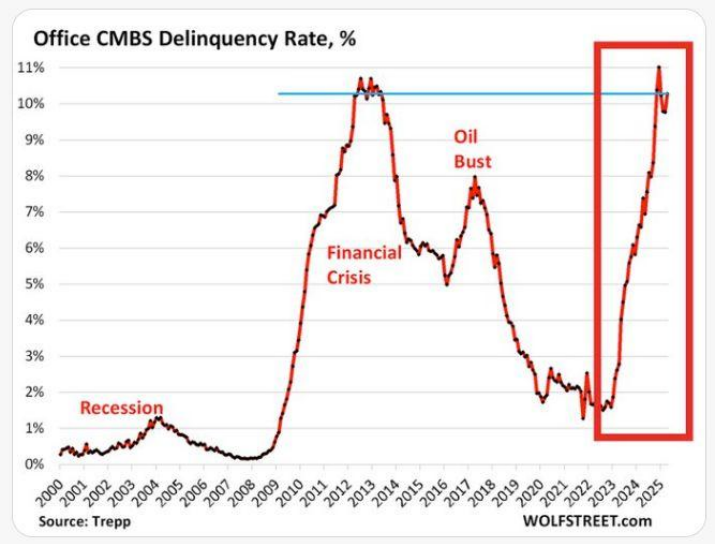


Grafico: 23
Fonte: Trepp, Wolfstreet.com

Investimenti in R&D

In % al GDP

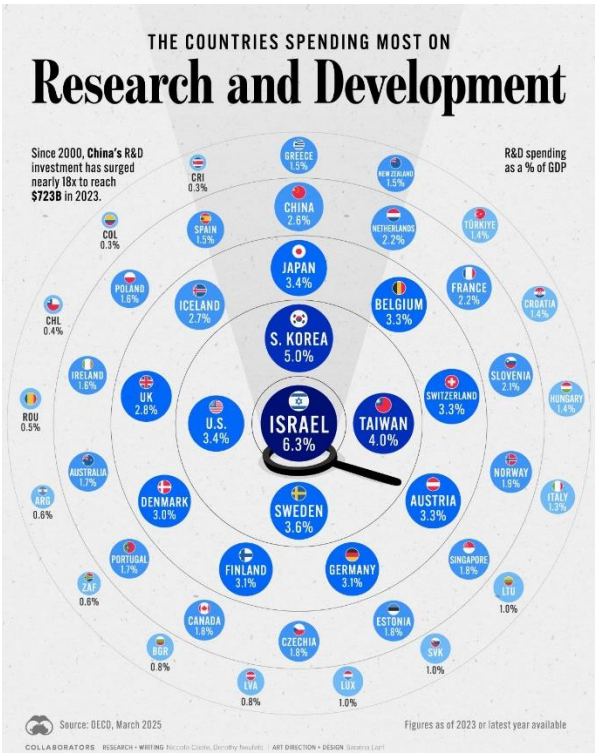


Grafico: 24
Fonte: OECD

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Perché gli investitori retail cinesi si stanno riversando sull'oro? Bloomberg: *"(...) tutti gli investitori sanno che l'economia cinese è piuttosto povera e, con i dazi statunitensi, è probabile che peggiori*".

Immagine: 6
Fonte: Bloomberg, ZeroHedge

L'eccezionalismo statunitense continua a dividere le opinioni, ma guardando ai mercati, l'azionario sembra raccontare una storia più sfumata rispetto a Treasury e dollaro.
L'S&P 500 è salito di oltre il 15% dai minimi intraday di inizio aprile, trainato principalmente dal comparto tecnologico. Nel frattempo, Treasury e dollaro si sono mossi in modo laterale.
Questo grafico aiuta a comprenderne il motivo: il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti è più che raddoppiato dal 60% del periodo pre-crisi finanziaria globale all'attuale 120%. Al contrario, il debito delle società non finanziarie rispetto agli utili è rimasto sostanzialmente stabile, segnalando maggiore resilienza del comparto corporate rispetto alle finanze pubbliche. Un quadro che invita a riflettere sulle dinamiche strutturali della crescita e sul posizionamento degli investitori.

Debito USA: pubblico e corporate

1950 - 2025

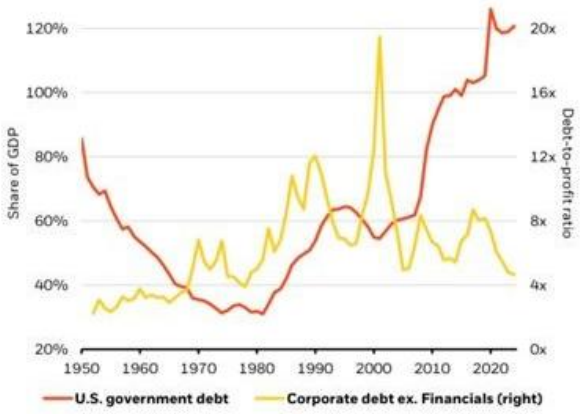


Grafico: 25
Fonte: Wei Li; BlackRock

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Commercio globale: US vs EU

2000 – 2024

Immagine: 7
Fonte: US Census; Eurostat

Lo status di riserva di una valuta non dovrebbe essere dato per scontato. Basta guardare cosa è successo alla sterlina..

Riserve banca centrale

Riserve forex

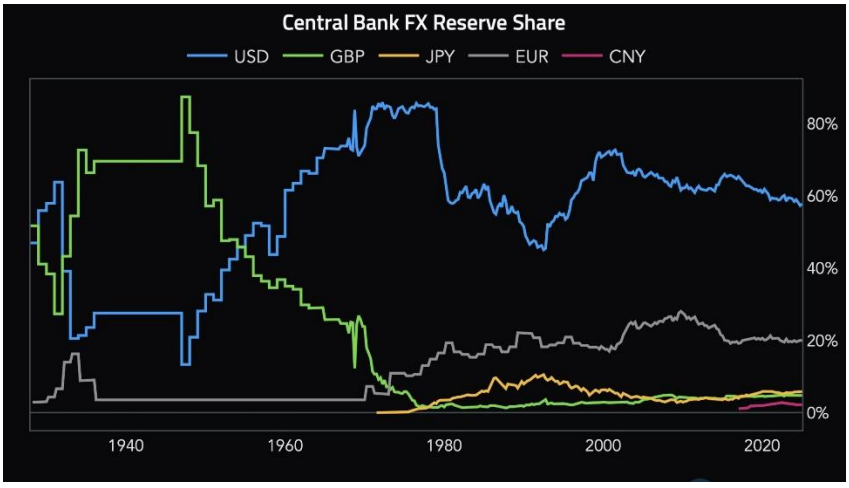


Grafico: 26
Fonte: Barry Eichngreen, IMF; Augur Infinity

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

"Negli ultimi due mesi si è verificato un brusco arresto dell'afflusso di investitori stranieri nei mercati obbligazionari e azionari statunitensi. Le evidenze del flusso finora indicano, nella migliore delle ipotesi, un rallentamento molto rapido degli afflussi di capitali statunitensi e, nella peggiore delle ipotesi, un continuo disinvestimento attivo dagli asset statunitensi".

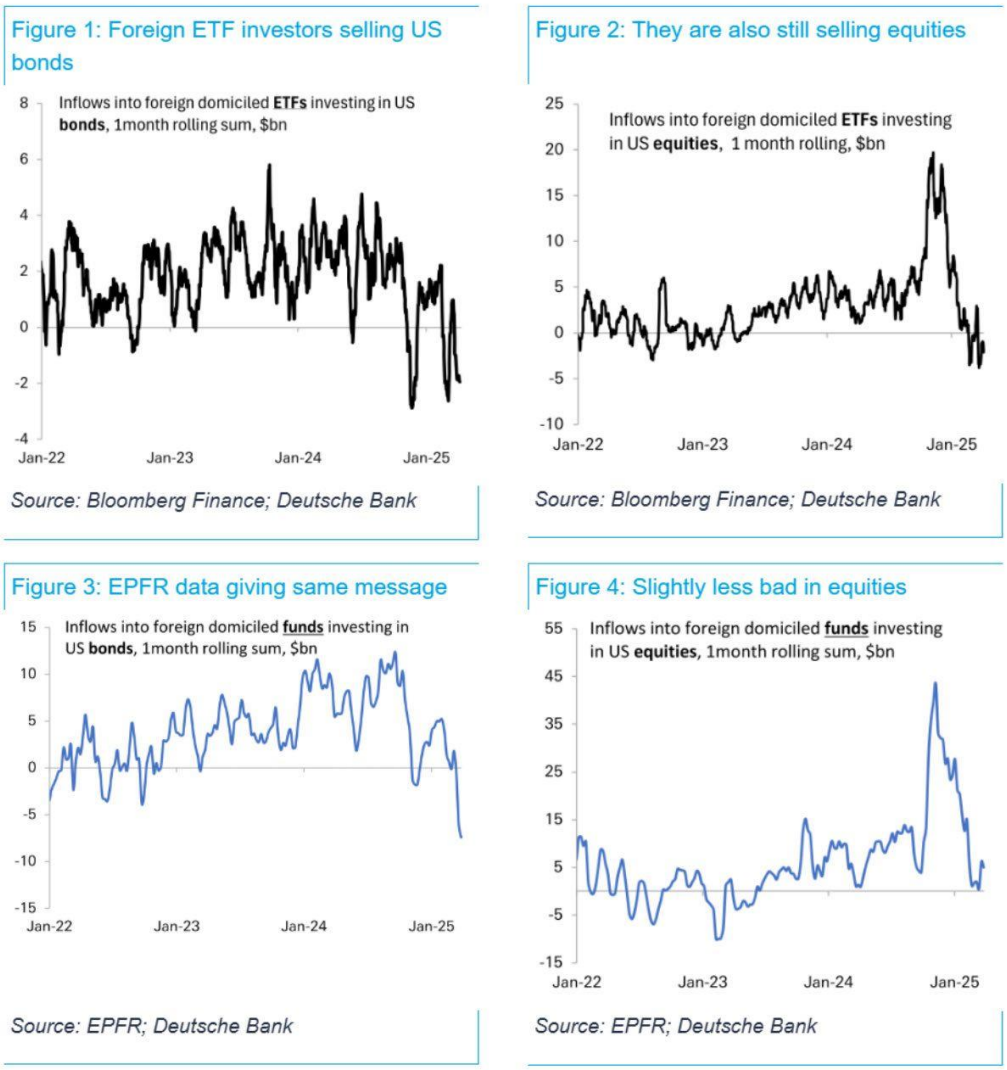


Grafico: 27
Fonte: EPFR; Deutsche Bank

Uno dei grafici più rilevanti da tenere d'occhio nei prossimi anni.

Come sottolineato da Tavi Costa, la sola crescita dell'intelligenza artificiale potrebbe spingere la domanda di elettricità a livelli paragonabili all'aggiunta di un'intera economia statunitense nel giro di cinque anni.

Un altro aspetto meno discusso ma altrettanto significativo: il divario crescente tra Stati Uniti e Cina in termini di fabbisogno energetico. Se il fenomeno del reshoring manifatturiero dovesse accelerare, gli Stati Uniti

potrebbero trovarsi di fronte a un'impennata della domanda energetica simile a quella cinese degli ultimi decenni.

Chi potrebbe beneficiare di questo scenario?
Metalli, miniere e infrastrutture energetiche saranno settori chiave da monitorare.

Generazione di energia elettrica

USA vs China

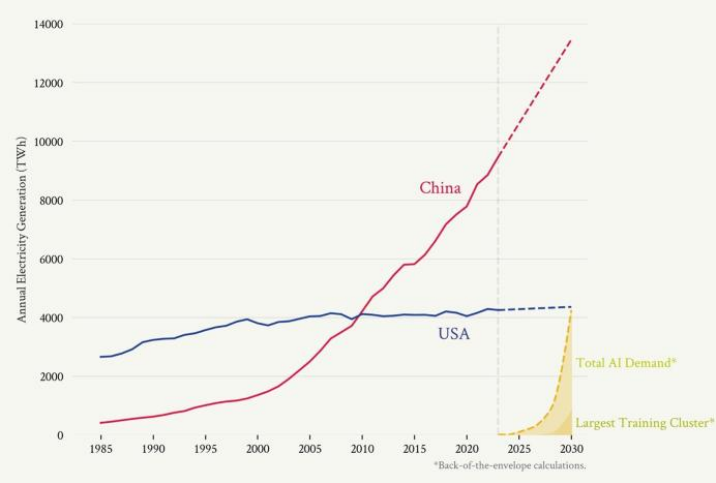


Grafico: 28
Fonte: Tavi Costa, Crescat Capital

La crescita dell'occupazione negli Stati Uniti dovrebbe rallentare bruscamente quest'anno.

Rallentamento occupazione USA

Rallentamento nel 2025

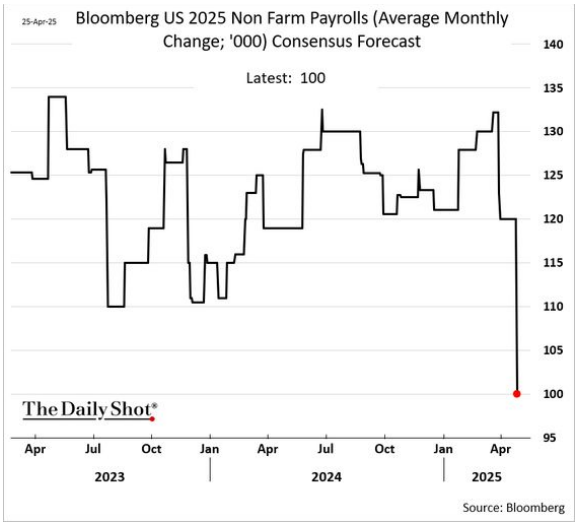


Grafico: 29
Fonte: The Daily Shot, Bloomberg

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli economisti hanno rivisto attivamente al ribasso le loro proiezioni per la crescita economica degli Stati Uniti quest'anno.

Fonte: Lev Borodovsky

Crollano le aspettative di crescita per il PIL USA nel 2025

Consensus forecast

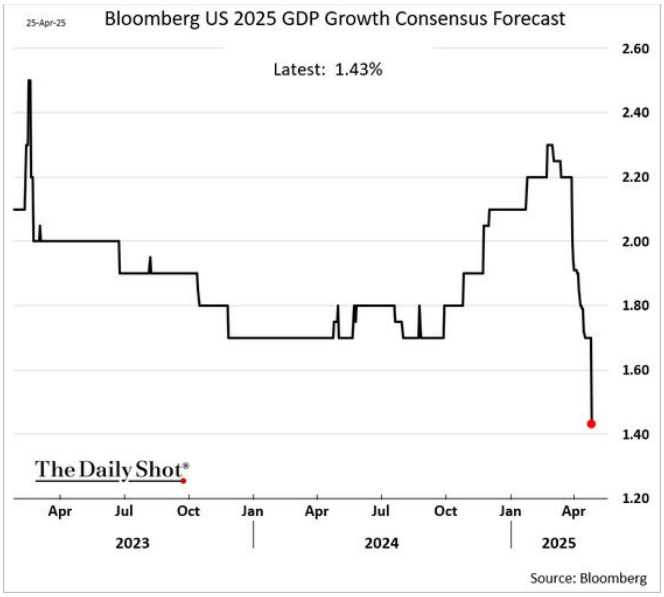


Grafico: 30
Fonte: The Daily Shot, Bloomberg

Valutazioni P/E degli indici azionari USA

Nasdaq e il Russell restano sopra la media storica

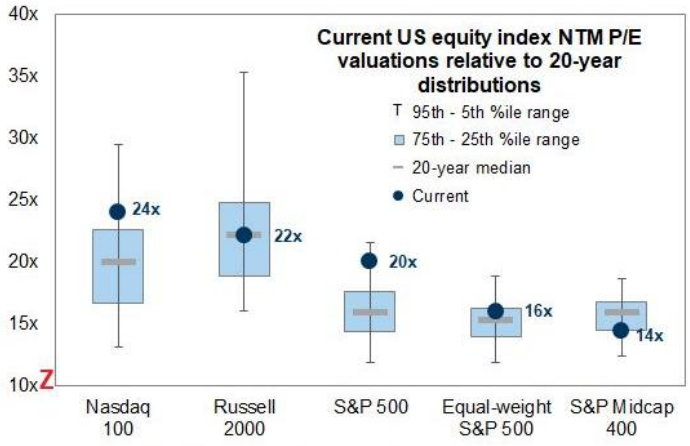


Grafico: 31
Fonte: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs

La Cina sta acquistando oro come mai prima d'ora.

A marzo ha comprato ufficialmente 5 tonnellate, segnando il quinto mese consecutivo di accumulo. Ma secondo Goldman Sachs, la realtà potrebbe essere ben diversa: solo a febbraio, gli acquisti effettivi stimati ammonterebbero a 50 tonnellate, dieci volte il dato ufficiale.

Una strategia di accumulo silenziosa ma intensa, che potrebbe riflettere obiettivi di lungo periodo legati alla diversificazione delle riserve e alla crescente sfiducia verso il sistema finanziario dominato dal dollaro.

Fonte: Global Markets Investor

La Cina continua a comprare oro

50 tonnellate solo a febbraio 2025

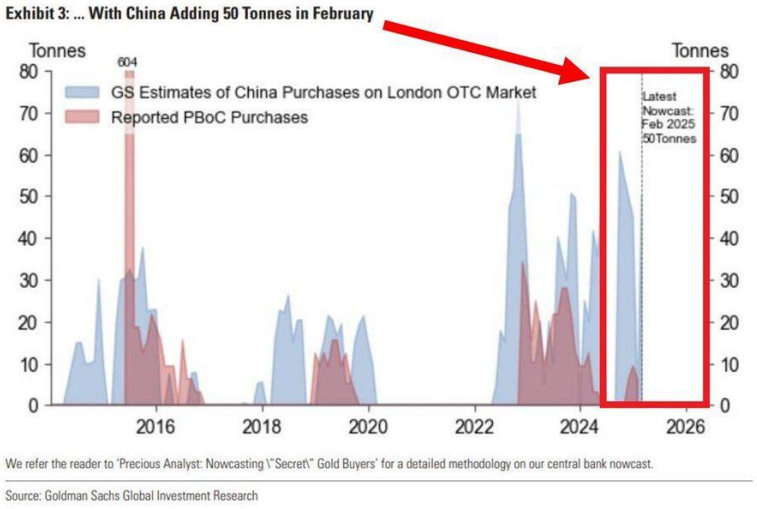


Grafico: 32
Fonte: Goldman Sachs

nvestitori retail contro istituzionali: chi prevarrà nella battaglia del sentiment?

Una delle peculiarità dell'attuale fase di mercato è l'estremo ottimismo degli investitori retail, in netto contrasto con la cautela mostrata dalle istituzioni. Ad aprile, i flussi record verso ETF long a leva lo dimostrano chiaramente.

Tutto questo avviene sullo sfondo di un contesto macro tutt'altro che sereno: tensioni geopolitiche, inasprimento della guerra commerciale e rischi crescenti di recessione. Eppure, la fiducia dei piccoli investitori non sembra vacillare.

Storicamente, le divergenze di sentiment tra retail e istituzionali tendono a risolversi a favore dei professionisti. Sarà così anche stavolta?

Un altro elemento da considerare: i grandi minimi di mercato sono quasi sempre stati accompagnati da vendite di panico da parte dei retail. L'attuale euforia suggerisce che forse non siamo ancora arrivati a quel punto. La psicologia degli investitori resta uno degli indicatori più potenti da monitorare.

Fonte: Jonathan Baird, CFA

Afflussi record nei leveraged long ETF

$6,6 miliardi in un'unica settimana

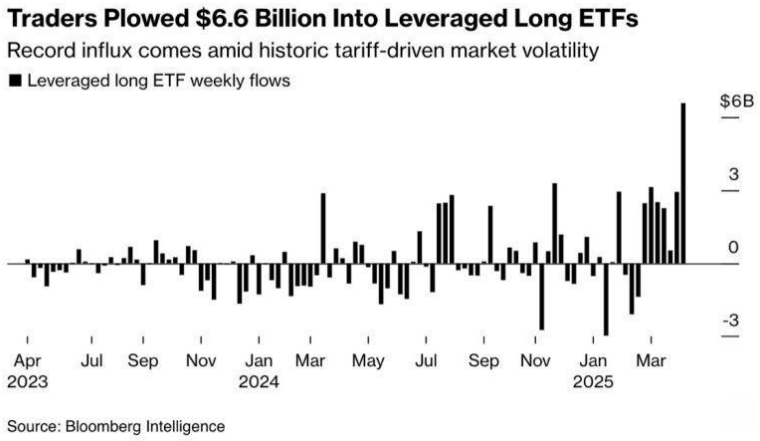


Grafico: 33
Fonte: Bloomberg Intelligence

Storicamente, l'economia statunitense anticipa di qualche settimana quella cinese. Un buon indicatore di questa dinamica è il **Citi Economic Surprise Index (CESI)**, che misura lo scostamento delle pubblicazioni macroeconomiche rispetto alle attese, in forma standardizzata.
Negli ultimi mesi, però, è emersa una divergenza sorprendente:

- Il **CESI cinese** (linea nera) è in netto rialzo, segnalando una serie di dati superiori alle attese.
- Il **CESI statunitense** (linea rossa), al contrario, è in calo e si trova in territorio negativo, indicando che l'economia USA sta deludendo le aspettative.

Un'inversione di ruoli che apre riflessioni su resilienza, momentum macro e posizionamento di mercato nei due principali motori economici globali.

Crescente divergenza tra Cina e Stati Uniti

Citi Economic Surprise Index

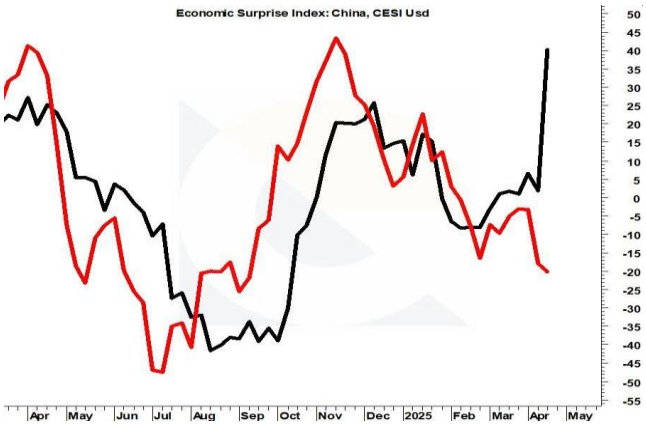


Grafico: 34
Fonte: Gaetano Evangelista

Warren Buffett ha più volte indicato il rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL come uno dei migliori indicatori per valutare quanto un mercato azionario sia sopravvalutato o sottovalutato.

Attualmente, l'S&P 500 viene scambiato a circa il **168%** rispetto al PIL, un livello storicamente elevato. Per confronto, i mercati azionari globali si attestano intorno al **90%**.

Questa discrepanza evidenzia quanto le azioni statunitensi appaiano oggi **particolarmente care** rispetto agli standard storici e ai mercati internazionali. Un contesto che impone cautela e riflessione sul posizionamento dei portafogli globali.

Il rapporto capitalizzazione/PIL segna livelli record

Azioni USA più care del resto del mondo

Grafico: 35
Fonte: Goldman Sachs

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