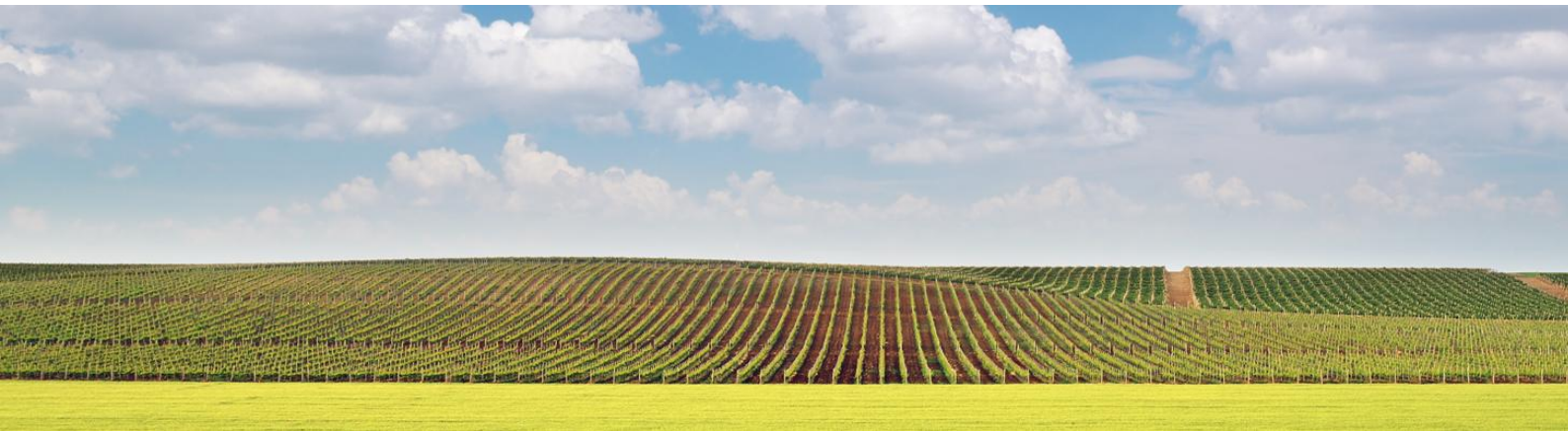


REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. X

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

Debito a margine negli Stati Uniti: nuovo record storico

Superata la soglia di 1,02 trilioni di dollari, crescita senza precedenti negli ultimi due anni



Grafico: 1

Fonte: Augur Infinity

Il debito a margine negli Stati Uniti è aumentato di 14,6 miliardi di dollari a luglio, raggiungendo la cifra record di 1,02 trilioni di dollari.

Questo risultato arriva subito dopo il più grande incremento mensile mai registrato: +87 miliardi di dollari a giugno.

Negli ultimi due anni, il debito a margine è cresciuto di oltre 400 miliardi di dollari, pari a +67%, superando persino il rally dei mercati azionari.

Se corretto per l'inflazione, il livello attuale si trova appena sotto il picco di ottobre 2021. In rapporto al PIL, anche il debito a margine ha superato i massimi storici, inclusi quelli della bolla delle dot-com del 2000 (eccezion fatta per il 2021).

In altre parole, il recente rally dei mercati è stato costruito soprattutto sul margine.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

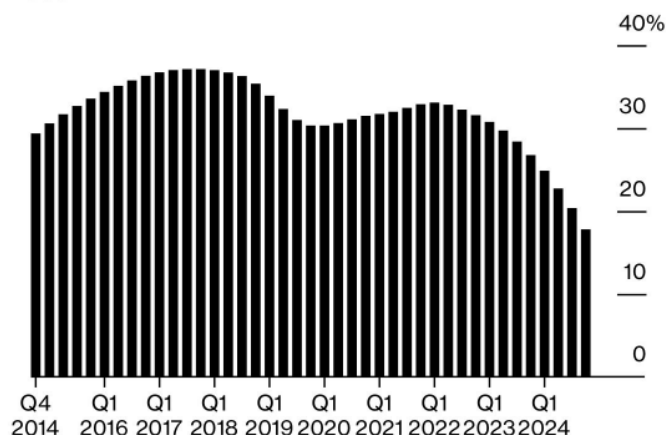
Private Equity: la caccia alla liquidità si fa creativa

Con le distribuzioni in calo, il settore si affida sempre più all'ingegneria finanziaria

Private Equity Distribution Rates Fall to New Low

Fund investors get less cash back

■ Global buyout distributions as a percentage of net asset value



Sources: Preqin, MSCI, Bain & Co.

Note: Data for funds age 11 to 12 years

Bloomberg

Grafico: 2

Fonte: Preeti Singh, Allison McNeely, Marion Halftermeyer e Laura Benitez

Il private equity sta affrontando una vera e propria siccità di liquidità, e la risposta del settore sembra essere una sola: sempre più ingegneria finanziaria.

Secondo un'analisi di *Bloomberg*, le distribuzioni agli investitori sono scese dal 29% del NAV di dieci anni fa all'11% del 2023 (dati Bain & Company). Con le uscite bloccate e i rimborsi ridotti al minimo, le società stanno sperimentando strumenti sempre più complessi per mantenere in moto il flusso di capitale.

Ecco alcune delle tattiche oggi in uso:

- **Prestiti sui fondi di continuazione**, pensati per offrire rendimenti più interessanti ai potenziali acquirenti, ma che aumentano il rischio.
- **Linee di sottoscrizione e prestiti NAV**, che aggiungono leva finanziaria a portafogli già fortemente indebitati.
- **Obbligazioni collateralizzate dei fondi**, dove le quote vengono suddivise e rivendute, mentre i GP trattengono le tranche più rischiose.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

- **Strutture di finanziamento rapide**, come quelle proposte da Goldman Sachs, che trasferiscono asset in veicoli speciali per evitare di “cristallizzare” perdite.

Come ha sintetizzato Andrea Auerbach (Cambridge Associates):

“Tutte le parti del settore sono alla ricerca di liquidità in modi diversi. La caccia è aperta.”

Ma questa caccia non è priva di conseguenze: veicoli di continuazione molto concentrati lasciano poco spazio all'errore, aumentando la vulnerabilità complessiva del settore.

I Magnifici 7 trainano Wall Street

Big Tech in crescita record grazie all'AI, mentre il resto del mercato resta fermo



Grafico: 3

Fonte: Bloomberg Opinion

Oggi solo sette aziende stanno davvero facendo la differenza a Wall Street. Gli altri 493 titoli dell'S&P 500 sono rimasti indietro: dopo il picco dei guadagni nel 2020, complice la pandemia, non hanno più recuperato.

Al contrario, i cosiddetti “Magnifici 7” (i big della tecnologia) continuano a crescere a ritmi vertiginosi, sostenuti dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale. L'indice complessivo sembra forte, ma in realtà si tratta del mercato più ristretto della storia moderna.

Il rischio è chiaro: quando gli investitori si renderanno conto che il 98% delle aziende non riesce ad aumentare gli utili, la rotazione potrebbe essere brusca e dolorosa.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La curva dei rendimenti si inverte quando la Fed taglia i tassi

La pendenza della curva dei Treasury riflette le aspettative di mercato sulle mosse della Fed

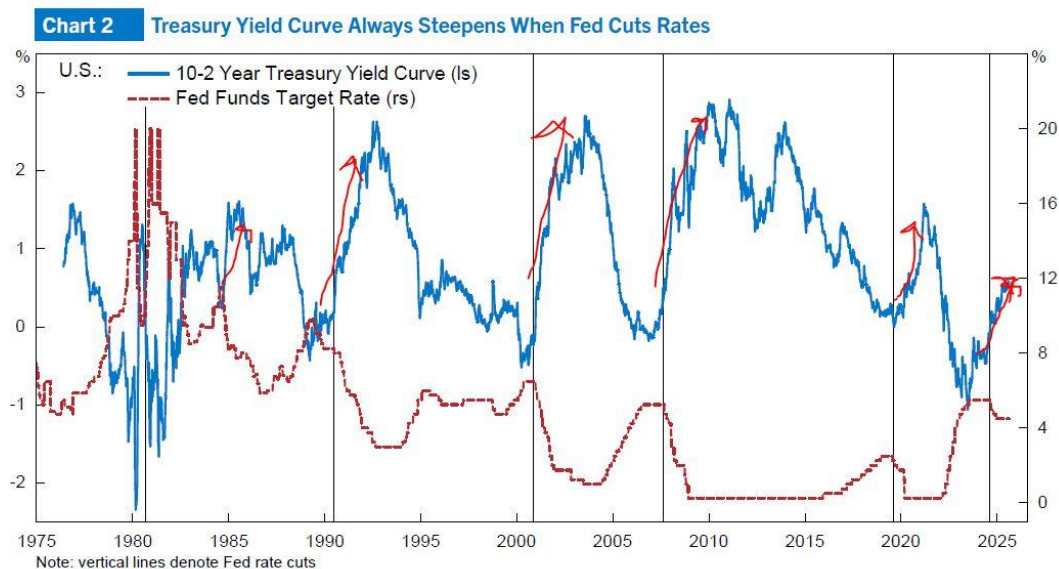


Grafico: 4
Fonte: Chen Zhao

Mentre il presidente della Fed, Jerome Powell, ha adottato toni più dovish, si è diffusa una teoria: l'accentuarsi della pendenza della yield curve dei Treasury sarebbe anomalo, perché indicherebbe l'attesa di tagli dei tassi a breve termine, mentre la parte a lungo resta "rigida" a causa di timori legati a inflazione, debito, deficit di bilancio e tariffe commerciali.

In realtà, la storia racconta un fatto chiaro: ogni volta che la Fed riduce i tassi, la curva tende ad inclinarsi maggiormente, senza eccezioni. Lo conferma anche un'analisi di Alpine Macro: una curva più ripida riflette semplicemente una politica monetaria più accomodante a fronte di prospettive di crescita nominale stabili.

La vera domanda, quindi, non è se la curva stia cambiando forma, ma perché: si tratta di aspettative di crescita più forti? Di breakeven dell'inflazione? Del premio a termine? O di qualcos'altro?

IA e la sfida energetica: Cina in vantaggio sugli Stati Uniti

Washington ha i modelli più avanzati, Pechino l'infrastruttura per alimentarli

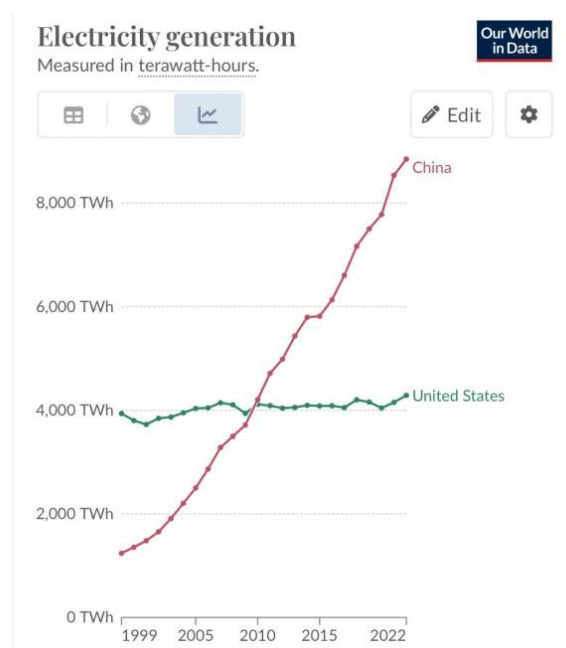


Grafico: 5

Nella corsa globale all'intelligenza artificiale, gli Stati Uniti rischiano di rallentare: la Cina avanza sul fronte dell'energia, elemento ormai cruciale per sostenere data center e supercomputing.

Negli USA non mancano i punti di forza: aziende leader come Nvidia, team di ricerca all'avanguardia e ingenti capitali. Tuttavia, il vero tallone d'Achille è la capacità energetica. Il progetto Stargate – 500 miliardi di dollari per cinque mega data center al servizio di OpenAI – consumerà elettricità pari a quella di 25 milioni di americani, l'equivalente di un aumento del 7% della popolazione. I data center lavorano a pieno regime e la domanda supera le capacità della rete, imponendo investimenti straordinari che finiscono sulle bollette dei cittadini.

La Cina, al contrario, dispone di un sistema energetico più resiliente e proiettato al futuro:

- nel 2024 ha prodotto oltre 30.800 TWh, tre volte gli USA,
- ha ridotto l'uso del carbone dal 50% al 30%,
- ha immesso in rete 9.000 TWh di energia rinnovabile, circa la metà della produzione mondiale.

Inoltre, Pechino è responsabile del 65% delle nuove installazioni rinnovabili globali e nel 2025 aggiungerà altri 500 GW. Con territori vasti, scarsamente popolati e ricchi di risorse idriche e naturali, l'infrastruttura energetica cinese è una piattaforma ideale per sostenere lo sviluppo dell'IA. Gli Stati Uniti, invece, valutano partnership esterne – come quelle con Arabia Saudita ed Emirati – per combinare IA e nucleare.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Austria sotto osservazione: outlook al ribasso da Moody's

Cresce il debito pubblico, attesi disavanzi più alti fino al 2030

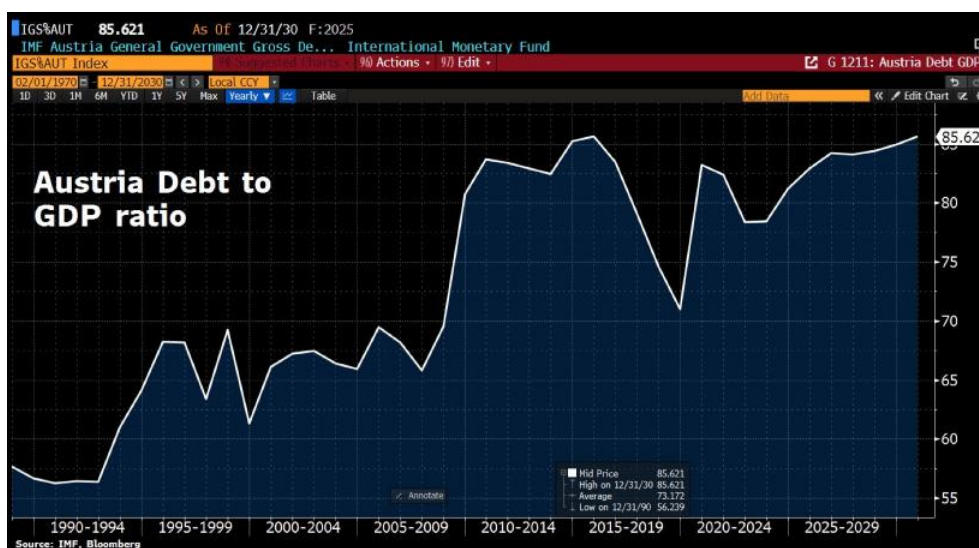


Grafico: 6
Fonte: Bloomberg

Moody's ha rivisto al ribasso l'outlook del rating dell'Austria, passando da *stabile* a *negativo*.

Secondo l'agenzia, la decisione riflette un peggioramento duraturo della solidità delle finanze pubbliche. Le previsioni indicano infatti:

- disavanzi più ampi del previsto,
- un costante aumento del debito statale,
- un picco record atteso all'88,4% del PIL entro il 2030.

Questi fattori indeboliscono gli indicatori di sostenibilità del debito, alimentando i timori sulla stabilità finanziaria del Paese nei prossimi anni.

Stati Uniti: cresce il timore per la disoccupazione

Il 62% degli americani si aspetta un aumento nei prossimi 12 mesi, livelli da crisi 2008



Grafico: 7

Fonte: The Kobeissi Letter

Negli Stati Uniti il pessimismo sul mercato del lavoro è ai massimi: il 62% degli americani si aspetta un aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi 12 mesi.

Questa percentuale è raddoppiata in meno di un anno e rappresenta uno dei valori più alti dalla crisi finanziaria del 2008. Storicamente, livelli simili si sono registrati soltanto durante le fasi di recessione.

Un dato curioso: il 33% delle famiglie con reddito più alto risulta oggi più pessimista rispetto a quelle con redditi medi o bassi.

Secondo le analisi storiche, un cambiamento delle aspettative di questa portata ha sempre anticipato, nel 100% dei casi, un forte aumento della disoccupazione.

Tutti i segnali indicano che il mercato del lavoro statunitense è in seria difficoltà.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Reverse Repo ai minimi storici

Liquidità in contrazione, la Fed con poche opzioni sul tavolo

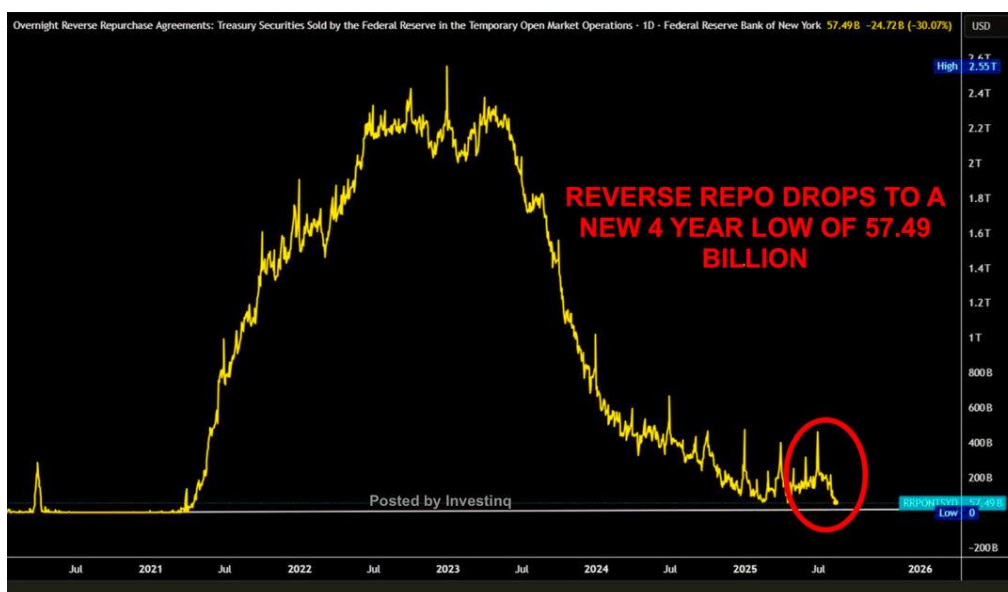


Grafico: 8

Fonte: Paul Winterowod

Il programma di **reverse repo** della Federal Reserve è sceso ai livelli più bassi di sempre: appena **57,49 miliardi di dollari**.

In pratica, nel “gattino” della Fed non restano più fondi: questo significa **scarso controllo sulla liquidità** e segnala una contrazione monetaria in atto.

Secondo gli analisti, la Fed si troverà costretta a rispondere in uno dei seguenti modi:

1. **Tagliare i tassi di interesse**, oppure
2. **Riavviare il quantitative easing**, immettendo nuova liquidità nell'economia.

Qualunque sia la strada, la situazione attuale è un cattivo presagio per il settore immobiliare commerciale, già in recessione.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Debito USA: interessi record da 1,2 trilioni

Con i tassi attuali, la spesa per interessi potrebbe salire a 1,4 trilioni entro il 2026

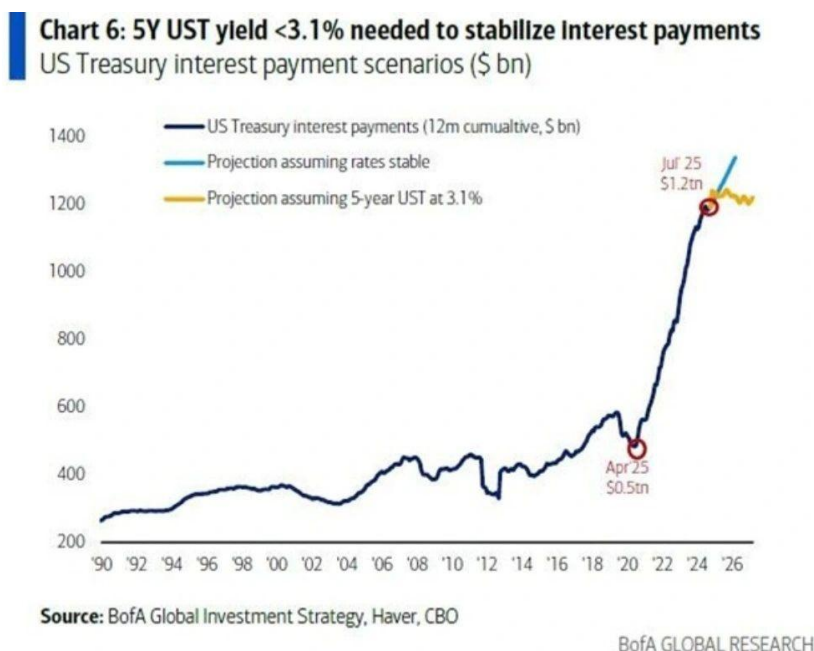


Grafico: 9
Fonte: The Kobeissi Letter

I pagamenti per interessi sul debito pubblico statunitense hanno raggiunto un livello record di 1,2 trilioni di dollari negli ultimi 12 mesi.

Se i tassi resteranno sugli attuali livelli, la spesa annua salirà a 1,4 trilioni di dollari entro il 2026, aggravando ulteriormente la pressione sul bilancio federale.

Per stabilizzare il costo degli interessi, il rendimento medio del debito USA – che ha una durata media di 5-6 anni – dovrebbe scendere sotto il 3,1%. Oggi, però, il Treasury a 5 anni rende circa 3,8%.

Questo implica che la Federal Reserve dovrebbe tagliare i tassi di almeno 75 punti base per ridurre la pressione. Nel frattempo, la spesa in deficit continua a crescere senza controllo.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Nvidia vale quasi quanto l'intero mercato azionario giapponese

La capitalizzazione del colosso tech sfiora quella del Nikkei 225

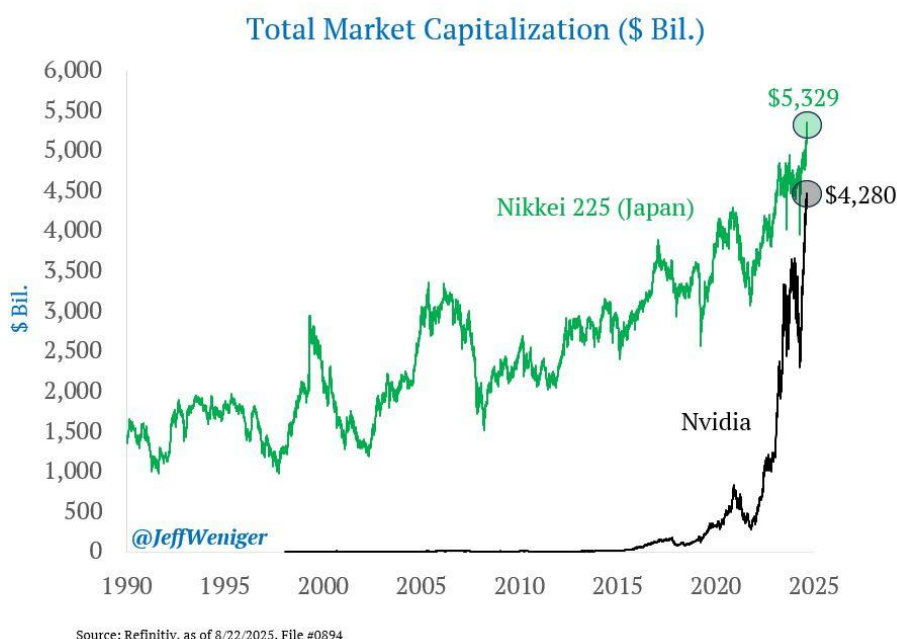


Grafico: 10
Fonte: Jeff Weniger

La capitalizzazione di mercato di Nvidia ha raggiunto i 4,28 trilioni di dollari, avvicinandosi al valore complessivo dell'indice Nikkei 225.

Per dare un'idea delle proporzioni: il colosso dei chip vale solo un trilione di dollari in meno rispetto all'intero mercato azionario giapponese.

Il Giappone, attraverso il Nikkei 225, rappresenta il secondo mercato azionario più grande al mondo, subito dopo gli Stati Uniti.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Azioni USA ai massimi storici

Tutti gli indicatori principali segnalano valori record

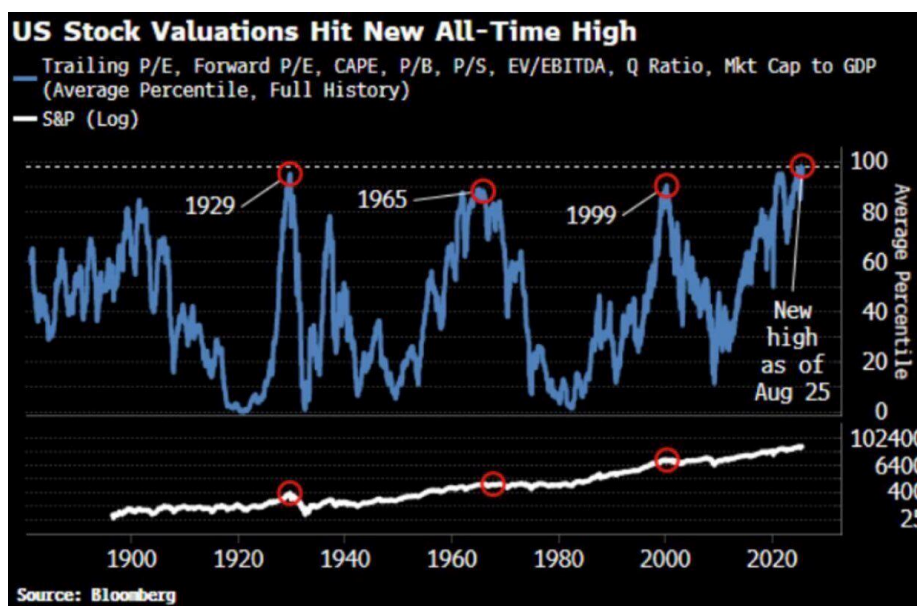


Grafico: 11

Fonte: Bloomberg, Michel A. Arouet

La valutazione del mercato azionario statunitense ha raggiunto livelli senza precedenti, considerando una combinazione di indicatori quali P/E finale, P/E forward, CAPE, P/B, P/S, rapporto Q e rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL.

Secondo Bloomberg e Michel A. Arouet, tutti gli indicatori principali registrano valori storicamente elevati, suggerendo una situazione di mercato straordinariamente intensa.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Posizionamento ribassista record nel mercato del petrolio

Il settore energetico potrebbe prepararsi a una nuova fase di crescita

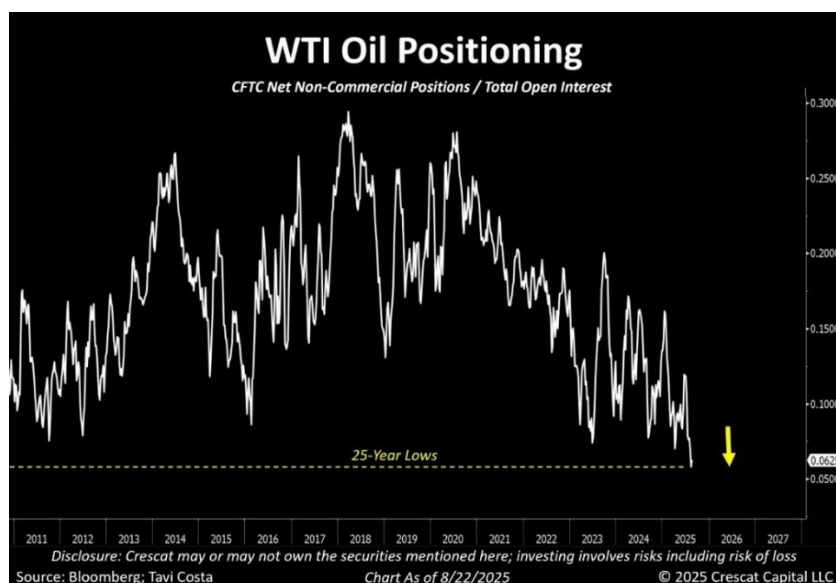


Grafico: 12

Fonte: Tavi Costa

Attualmente, il mercato del petrolio mostra il posizionamento ribassista più marcato degli ultimi 25 anni. Contestualmente, le compagnie petrolifere ed energetiche statunitensi appaiono particolarmente interessanti, dopo tre anni di consolidamento.

Le materie prime tendono a muoversi in cicli rotazionali e, alla luce dell'attuale contesto macroeconomico e della riaccelerazione dell'inflazione, il settore energetico potrebbe essere pronto a una nuova fase di apprezzamento.

In termini fondamentali, molte aziende del comparto restano tra le più sottovalutate dell'economia statunitense, suggerendo opportunità significative per gli investitori.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Europa resta indietro nel mercato delle IPO

Il confronto con gli Stati Uniti evidenzia un forte divario



Immagine: 1

Nel 2025, il mercato delle IPO nel Regno Unito ha registrato appena sei operazioni, con una raccolta totale di 208 milioni di dollari, il livello più basso degli ultimi trent'anni. Nel medesimo periodo, negli Stati Uniti le IPO hanno raccolto circa 40 miliardi di dollari, con un incremento del 38% rispetto all'anno precedente.

Le cause di questo divario sono strutturali:

- **Risparmio delle famiglie:** negli USA i flussi costanti verso il mercato azionario, alimentati da strumenti come 401(k) e fondi comuni, sostengono la domanda di nuove quotazioni. In Europa, invece, le famiglie detengono circa il 70% dei 12 trilioni di dollari in depositi e obbligazioni.
- **Valutazioni:** le aziende statunitensi quotano in media a circa 22 volte gli utili, contro le 13 volte del FTSE 100. Nonostante il medesimo patrimonio azionario, la capitalizzazione di mercato risulta superiore negli USA.
- **Regolamentazione:** il mercato americano presenta un quadro normativo uniforme, con disclosure e protezioni standardizzate. In Europa, la frammentazione tra Paesi comporta differenze su fallimenti, tassazione e requisiti di quotazione.

Il risultato è un circolo vizioso: flussi ridotti verso l'equity → mercati più deboli → minore ricchezza delle famiglie → ulteriori ostacoli alle IPO.

L'Europa sta cercando di rispondere con iniziative come la Capital Markets Union e l'allentamento delle regole a Londra, ma il percorso per colmare il divario resta complesso.

Resta aperta la domanda: se l'Europa non riesce ad attrarre e trattenere le grandi IPO, come potrà finanziare la crescita delle proprie aziende in futuro?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La volatilità come indicatore di rischio: un limite nel contesto dell'innovazione

Il progresso tecnologico rende la volatilità meno affidabile per valutare i rischi finanziari



Immagine: 2

Fonte: Lorenzo Ippoliti

In un interessante post di ARK Invest, della prima idolatrata e poi vituperata Cathie Wood, si sostiene la tesi che la volatilità, nel contesto attuale di progresso tecnologico che viaggia a velocità supersonica, possa rivelarsi pericolosa come indicatore di rischio finanziario.

Si tratta infatti di una misura che guarda al passato e che favorisce i business consolidati ma che nulla dice rispetto al rischio che una società possa non sopravvivere alla prossima ondata di innovazione. Un titolo in calo costante ma regolare può sembrare sicuro, mentre è in declino irreversibile a causa di obsolescenza tecnologica o mancanza di adattamento ai nuovi modelli di consumo. Nel post si fa anche riferimento ad alcuni esempi come Netflix vs Blockbuster o Tesla vs costruttori tradizionali.

Ovviamente ARK tira acqua al suo mulino in quanto investe in titoli tecnologici innovativi ad alta volatilità nei quali molti investitori sono rimasti pesantemente scottati, ma il ragionamento può avere un suo senso.

Già sappiamo che la volatilità di breve spesso induce molti, soprattutto i giovani, a rischiare meno di quanto potrebbero. Le oscillazioni dei prezzi sono un problema solo se si ha bisogno di smobilizzare gli investimenti in perdita, non se si ha un orizzonte temporale molto lungo.

È però anche vero che, in un periodo di straordinaria innovazione tecnologica, capace di cambiare completamente le regole del gioco, un approccio al rischio troppo basato sugli investimenti a bassa volatilità, potrebbe anche limitare l'investimento in quelle che saranno le realtà del futuro.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Come sempre, lo sforzo dovrebbe essere quello di capire quante oscillazioni si possono tollerare, sia dal punto di vista psicologico che finanziario. Se si ha la possibilità di tollerarla, il controllo della volatilità non deve indurre ad investimenti sub-ottimali.

L'S&P 500 supera i livelli della bolla Dot-Com

Il rapporto prezzo/valore contabile raggiunge un nuovo massimo storico



Grafico: 13

Fonte: BofA via zerohedge

Il rapporto tra prezzo e valore contabile dell'S&P 500 ha recentemente superato i livelli registrati durante la bolla tecnologica degli anni 2000, segnando un nuovo massimo storico. Questo indicatore suggerisce una valutazione particolarmente elevata del mercato azionario statunitense, richiamando l'attenzione degli investitori sui possibili rischi associati a livelli così elevati di capitalizzazione rispetto al valore contabile delle aziende.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Tagli della Fed e rendimenti obbligazionari: uno scollamento evidente

I tassi a lungo termine non seguono automaticamente le mosse della Fed

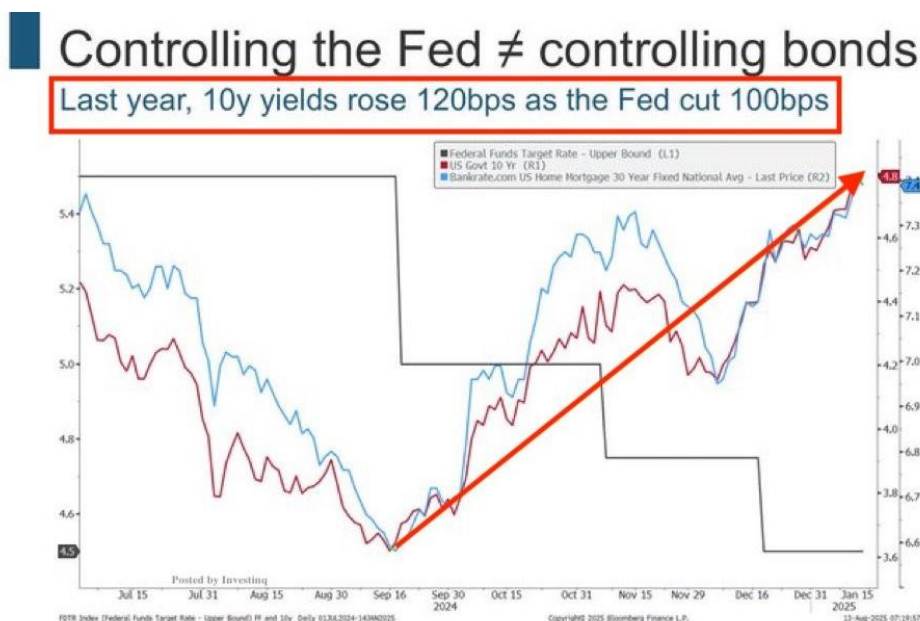


Grafico: 14

Fonte: Bloomberg, Rayan Lemand PhD

Uno dei principali equivoci sui mercati finanziari riguarda l'effetto dei tagli dei tassi della Federal Reserve sui rendimenti obbligazionari. I dati storici dimostrano che una riduzione del tasso di riferimento non si traduce necessariamente in rendimenti più bassi sui Treasury a lungo termine.

Lo scorso anno, ad esempio, la Fed ha ridotto il tasso di riferimento di 100 punti base. Contrariamente alle attese, i rendimenti dei Treasury a 10 anni sono aumentati di 120 punti base. Questo scollamento sottolinea una realtà fondamentale: la Fed influenza principalmente la parte breve della curva dei tassi, mentre i rendimenti a lungo termine dipendono da fattori più ampi, tra cui le aspettative di crescita economica, le dinamiche inflazionistiche, la politica fiscale e la domanda globale di titoli di Stato statunitensi.

Per investitori e imprese, la lezione è chiara: tassi più bassi della Fed non si traducono automaticamente in costi di finanziamento più contenuti o in valutazioni obbligazionarie più elevate. I tassi ipotecari, le condizioni di finanziamento aziendale e i costi di indebitamento del governo seguono più spesso il ritmo del mercato obbligazionario che non le decisioni della Fed.

In un contesto caratterizzato da persistenti disavanzi fiscali, significative emissioni di Treasury e aspettative di inflazione stabili, il mercato obbligazionario manifesta con crescente autonomia la propria capacità di determinare i prezzi. La Fed può fissare il tasso di riferimento, ma non può controllare come i mercati valutano il rischio a lungo termine.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Per i gestori di portafoglio, ciò implica che la gestione del rischio e le scelte di allocazione devono andare oltre la semplice previsione delle mosse della Fed. Per i responsabili politici, rappresenta un richiamo all'importanza della credibilità e delle ancore fiscali nel determinare le condizioni finanziarie complessive.

Inflazione, debito e il rischio di fiscal dominance

Pressioni fiscali mettono a rischio l'indipendenza delle banche centrali

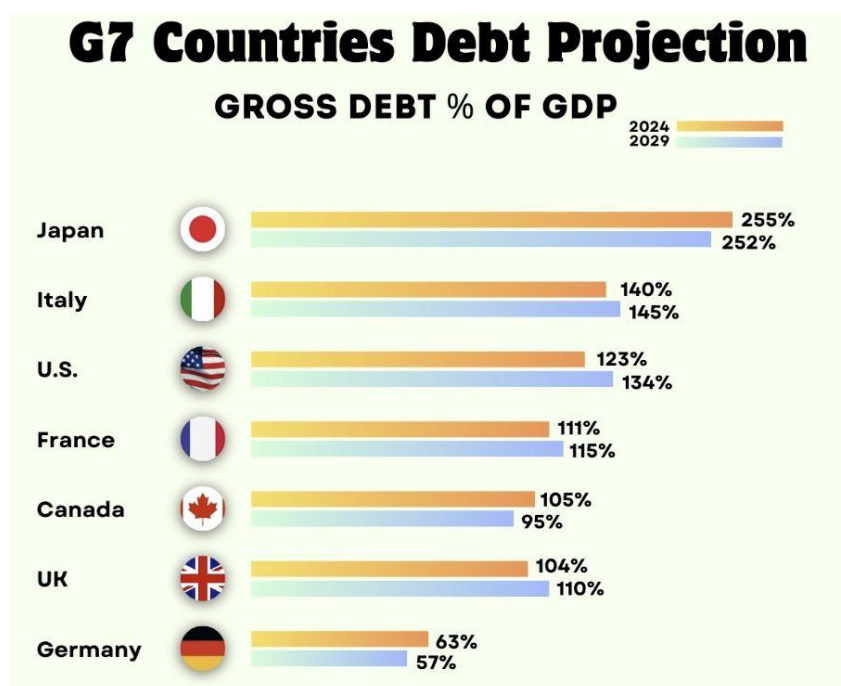


Grafico: 15

Fonte: Angelo Ciavarella

Negli ultimi mesi, l'attenzione dei mercati si è concentrata su inflazione e tassi di interesse, ma il rischio più rilevante potrebbe essere rappresentato dalla cosiddetta fiscal dominance.

Si tratta di una situazione in cui governi gravati da deficit e livelli di debito record cercano di influenzare le banche centrali, spingendole a mantenere tassi bassi o a intervenire direttamente sui mercati per contenere i costi del debito. In tali circostanze, l'indipendenza delle banche centrali può essere compromessa, trasformandole in strumenti della politica fiscale.

I dati recenti evidenziano l'entità del fenomeno:

1. I deficit dei Paesi del G7 si attestano intorno al 6% del PIL, con debiti superiori al 100% del PIL, i massimi degli ultimi 75 anni.
2. Negli Stati Uniti, riduzioni di 1 punto percentuale nei tassi della Fed comporterebbero un risparmio annuo di circa 360 miliardi di dollari, motivo per cui si registrano pressioni politiche per tagli dei tassi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

3. I rendimenti obbligazionari sono in forte rialzo: i gilt UK a 30 anni superano il 5,6%, i Bund tedeschi oltre il 3% e i Treasury americani si collocano intorno al 5%.
4. L'inflazione USA si mantiene al 2,7% e la disoccupazione è in aumento, complicando ulteriormente il quadro macroeconomico.

Il dollaro americano risente di queste dinamiche, mentre gli investitori privilegiano asset rifugio come l'oro, preoccupati per il rischio di una "debt death spiral", scenario descritto da Ray Dalio, in cui l'aumento dei rendimenti obbliga i governi a emettere ulteriori titoli, costringendo le banche centrali a espandere la base monetaria.

Per il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, la gestione della politica monetaria si presenta particolarmente complessa, in un contesto caratterizzato da inflazione elevata, disoccupazione in aumento e pressioni politiche per ridurre i tassi di interesse.

Crisi in Medio Oriente: l'economia globale oggi è più resiliente

Picchi temporanei del petrolio non scuotono più i mercati mondiali

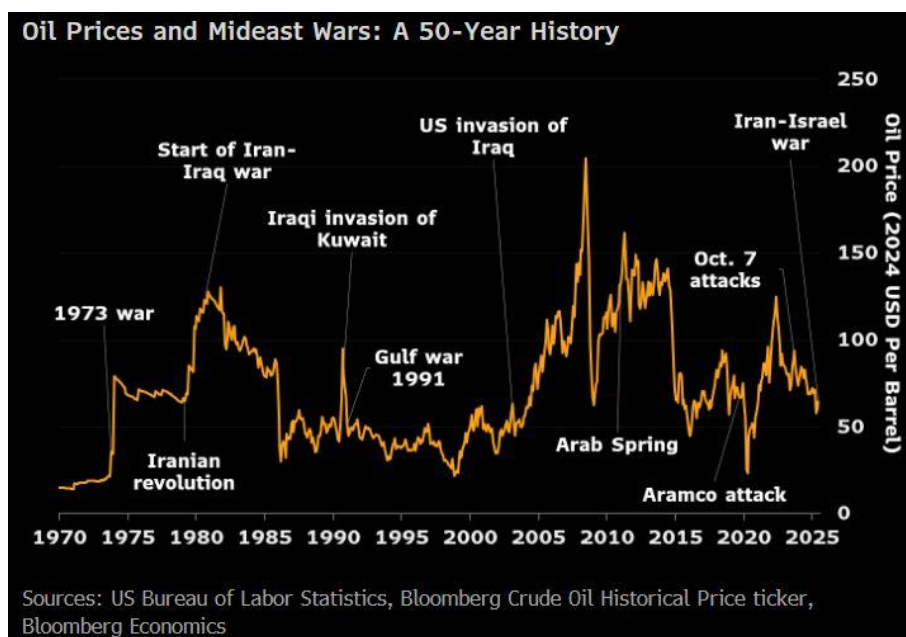


Grafico: 16

Fonte: Ziad Daoud e Dina Esfandiary, Bloomberg

Secondo l'ultima analisi di Bloomberg a cura di Ziad Daoud e Dina Esfandiary, una crisi in Medio Oriente che 50 anni fa avrebbe potuto mettere in ginocchio l'economia globale oggi provoca solo reazioni marginali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

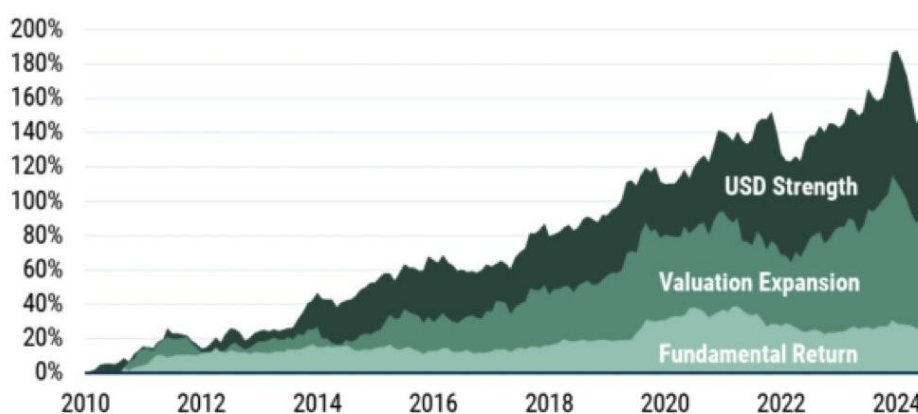
www.redfish.capital

Lo scenario di base prevede ulteriori escalation, con brevi picchi dei prezzi del petrolio che tendono a svanire rapidamente, lasciando l'economia mondiale sostanzialmente inalterata.

La sovraperformance del mercato azionario USA: fondamentali o valutazioni?

Gran parte dei guadagni è guidata da dollaro forte e valutazioni elevate

EXHIBIT 1: S&P 500 VS. MSCI WORLD EX-USA



As of 6/30/2025 | Source: Compustat, Worldscope, MSCI, S&P Global, Bloomberg, GMO

Grafico: 17

Fonte: OGM

Solo una quota limitata della sovraperformance registrata dal mercato azionario statunitense può essere attribuita a fondamentali economici solidi. La maggior parte dei guadagni è invece alimentata da un rafforzamento del dollaro e da livelli di valutazione particolarmente elevati.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Russell 2000 Growth: quota record di società non redditizie

Oggi il 31% dell'indice è composto da aziende con utili negativi

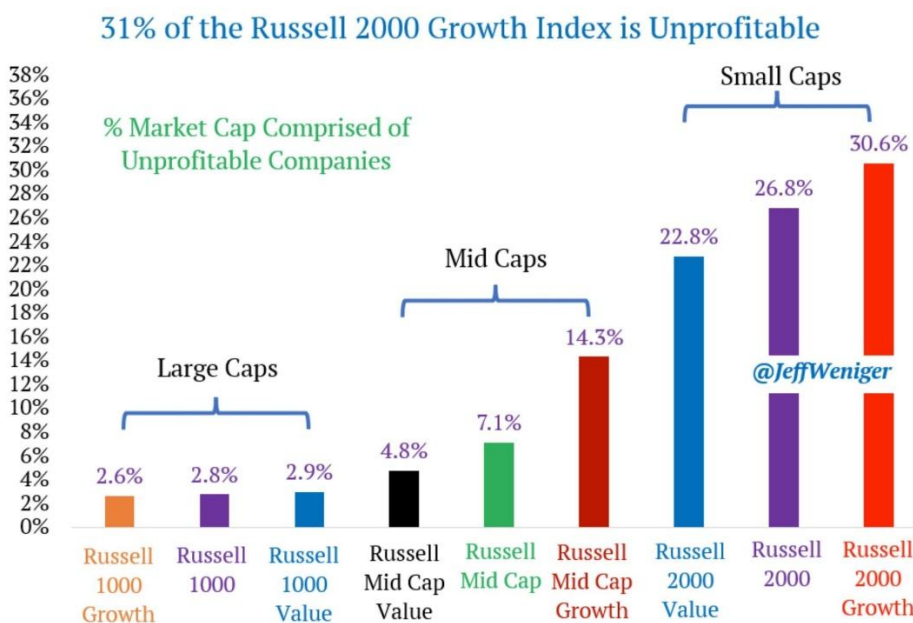


Grafico: 18

Fonte: Jeff Weniger

L'indice Russell 2000 Growth, focalizzato su società a bassa capitalizzazione, presenta attualmente il 31% del proprio peso in aziende con utili negativi. A titolo di confronto, nell'ottobre 2007 – al picco del mercato – la quota di società non redditizie era pari al 18%. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, la percentuale era salita al 27%. L'attuale livello risulta dunque superiore anche a quello registrato in quel contesto critico.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Mercato delle opzioni in forte espansione

Volumi di call a livelli storici, crescita record del trading

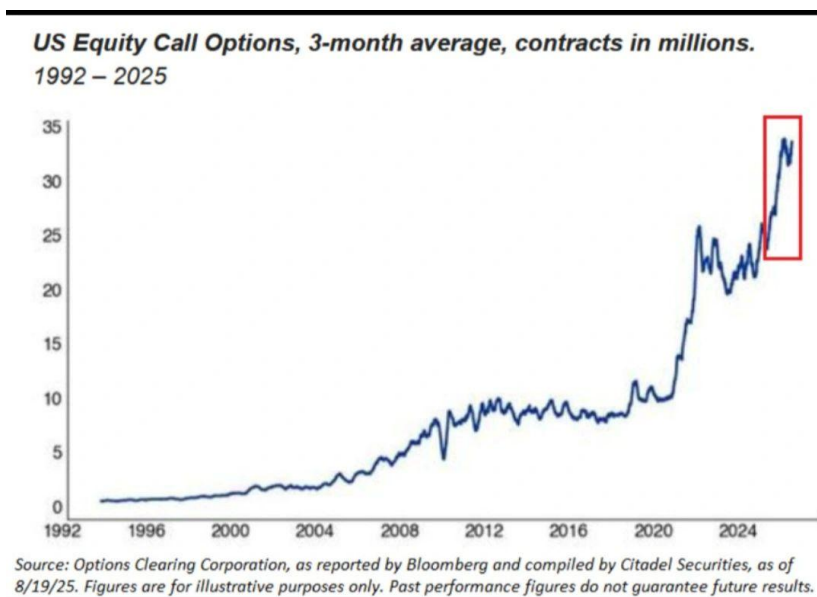


Grafico: 19

Fonte: The Kobeissi Letter

L'attività nel mercato delle opzioni statunitensi ha raggiunto livelli senza precedenti. I volumi medi a tre mesi delle opzioni call su azioni hanno toccato circa 34 milioni di contratti, avvicinandosi ai massimi storici, e hanno registrato un incremento di circa tre volte negli ultimi cinque anni.

Parallelamente, il volume medio a tre mesi delle opzioni put su azioni è sceso da un record di 26 milioni di contratti ad aprile a circa 23 milioni. Solo venerdì scorso, il volume totale delle opzioni ha raggiunto 71 milioni di contratti. Dall'inizio dell'anno, la media giornaliera di contratti scambiati si attesta a 58 milioni per ogni giorno di negoziazione.

Questi dati indicano un appetito per il trading particolarmente elevato, ai livelli più alti mai osservati.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Turchia rafforza il divieto commerciale nei confronti di Israele

Porti turchi e israeliani si chiudono reciprocamente alle merci



Grafico: 20

Fonte: Ziad Daoud

Nel maggio 2024, la Turchia ha introdotto un blocco commerciale contro Israele, intensificato ulteriormente nei mesi successivi. Le autorità turche hanno annunciato che i porti del Paese non accetteranno più navi israeliane né processeranno merci provenienti da Israele.

In risposta, anche Israele ha vietato l'ingresso di beni turchi, generando una paralisi negli scambi bilaterali. I dati mostrano un crollo significativo delle esportazioni turche verso Israele, con un impatto diretto sul commercio regionale.

Il grafico evidenzia chiaramente il picco delle esportazioni nel 2022, seguito da un calo drastico nel 2024, in linea con l'inasprimento delle misure.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Inflazione USA: il passato si ripete?

Il confronto tra gli anni '70 e oggi suggerisce l'emergere di una possibile terza ondata inflattiva

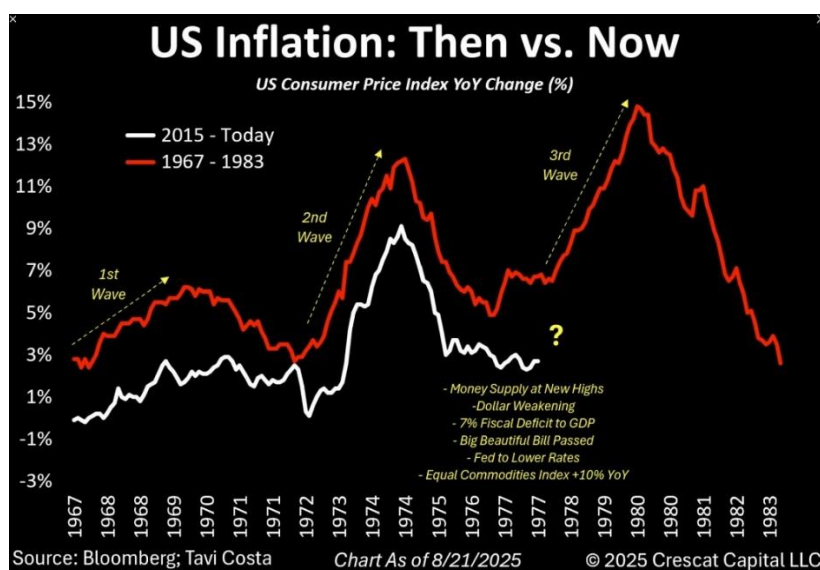


Grafico: 21

Fonte: Bloomberg, Michel A. Rouxet – Crescat Capital LLC

Il grafico mette a confronto l'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti tra il periodo 1967–1983 e quello dal 2015 a oggi, evidenziando sorprendenti somiglianze.

Durante gli anni '70, l'economia statunitense ha vissuto tre distinte ondate inflattive, causate da shock energetici, espansione della massa monetaria e squilibri fiscali. Oggi, alcuni indicatori – come l'aumento della massa monetaria, i deficit gemelli e l'elevato livello di debito reale rispetto al PIL – sembrano riproporre uno scenario simile.

La domanda che emerge è se stiamo entrando in una terza ondata di inflazione, con implicazioni significative per la politica monetaria, i mercati finanziari e le valutazioni azionarie.

Come evidenziato da Otavio “Tavi” Costa, analista macro di Crescat Capital, il contesto attuale presenta molte analogie con il passato: squilibri fiscali, eccesso di liquidità, valutazioni azionarie elevate e segnali di fine ciclo del mercato toro. Costa sottolinea come questi fattori possano contribuire a una nuova fase inflattiva, nonostante le attese di tassi bassi da parte degli investitori.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

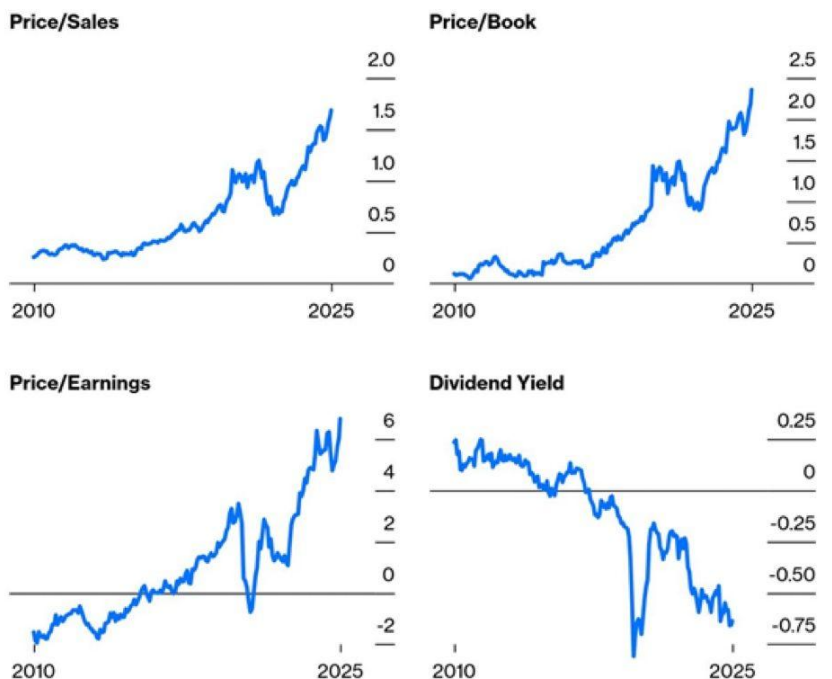
www.redfish.capital

I gap di valutazione nell'S&P 500 raggiungono livelli estremi

La concentrazione su pochi titoli a grande capitalizzazione distorce le metriche fondamentali dell'indice

Valuation Gaps Are Extreme

In all metrics, the spread of market cap over equal weight has ballooned



Source: Bloomberg

Note: Figures show spread of S&P 500 Minus S&P 500 Equal Weight

Bloomberg Opinion

Grafico: 22

Fonte: John Authers

Il dominio dei titoli a maggiore capitalizzazione sta spingendo le valutazioni dell'S&P 500 verso livelli estremi.

I grafici mostrano come le metriche fondamentali – tra cui Price/Earnings, Price/Sales, Price/Book e Dividend Yield – presentino una crescente divergenza tra l'indice ponderato per capitalizzazione e quello a peso equo.

L'S&P 500, nella sua versione tradizionale, appare ora scambiato con uno sconto significativo rispetto alle metriche storiche, se confrontato con l'indice equal weight. Questo riflette una forte concentrazione del valore su un numero ristretto di titoli, con implicazioni importanti per la diversificazione e la valutazione del rischio.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La strategia della Cina per sostituire il dollaro con lo yuan

Commercio, debito e geopolitica valutaria



Immagine: 3

Fonte: Marjanul Islam

L'espansione commerciale della Cina mira, nel lungo termine, a sostituire il dollaro statunitense con lo yuan come valuta di riferimento globale. Il Kenya rappresenta l'ultimo esempio di questa strategia: il Paese sta valutando la conversione di un prestito in dollari in yuan, con l'obiettivo di ridurre significativamente il costo del servizio del debito.

Il prestito, pari a circa 5 miliardi di dollari, è stato erogato dalla Cina per la costruzione di una rete ferroviaria ad alta velocità. Attualmente prevede un tasso variabile del 3,5% più il LIBOR, risultando in un costo annuo di interessi di circa 450 milioni di dollari. Una conversione in yuan permetterebbe di dimezzare tali costi.

La Cina sta così convertendo il proprio debito in dollari detenuto dai paesi partner in yuan, con l'intento di sostituire progressivamente la valuta commerciale internazionale. Ogni anno, il Paese accumula oltre 1 trilione di dollari di surplus commerciale, parte del quale può essere impiegato per saldare debiti in dollari dei Paesi in via di sviluppo nei confronti di istituzioni come FMI e Banca Mondiale, sostituendoli poi con debito denominato in yuan.

La maggior parte dei Paesi in via di sviluppo, avendo nella Cina il principale partner commerciale, potrebbe accogliere favorevolmente questa strategia. L'obiettivo strategico cinese è chiaro: espandere il commercio, incrementare le esportazioni, sostituire il dollaro con lo yuan nelle transazioni commerciali e, infine, convertire il debito in dollari in yuan.

Il dollaro è tradizionalmente considerato lo strumento di potere economico più rilevante degli Stati Uniti. Con questa strategia, la Cina potrebbe avviare quella che molti analisti definiscono una forma di guerra valutaria globale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Credito privato: rendimenti elevati ma attenzione ai tassi di insolvenza

La definizione di default può influenzare significativamente la percezione del rischio

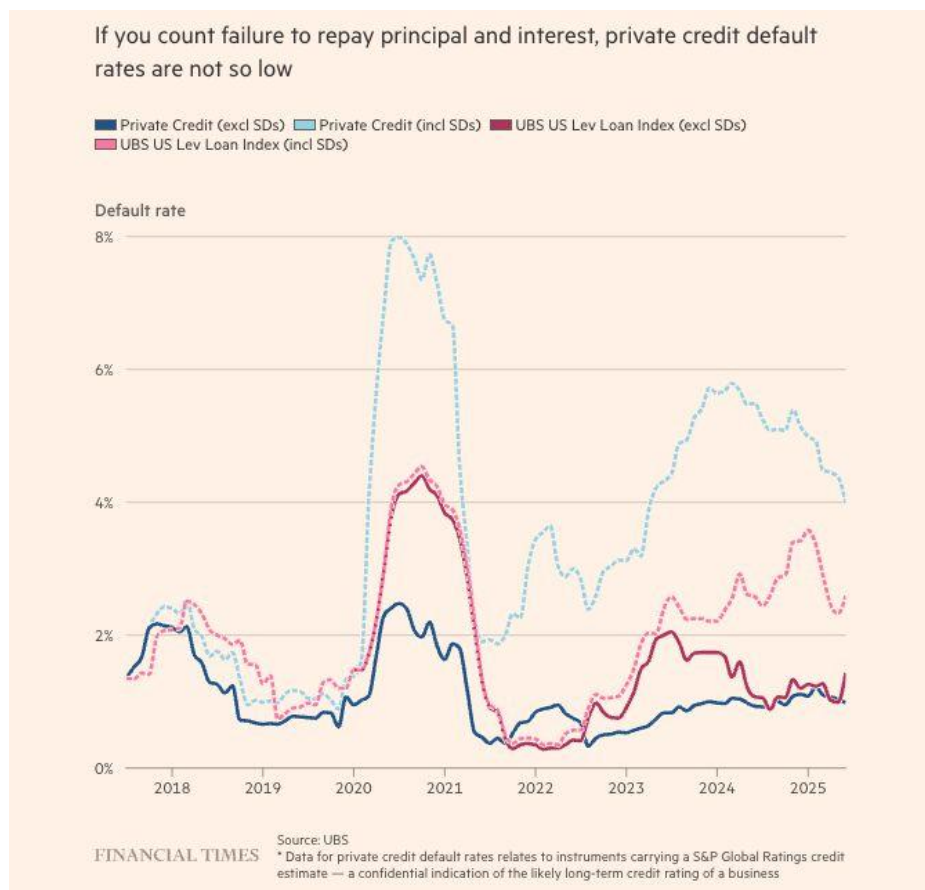


Grafico: 23

Fonte: Toby Nangle

I fondi di credito privato e i Business Development Companies (BDC) offrono agli investitori rendimenti elevati, ma tali rendimenti possono essere rapidamente erosi da tassi di insolvenza elevati. Finora, sorprendentemente, i tassi di insolvenza nel credito privato sono stati molto bassi.

Tuttavia, questa apparente solidità è spesso il risultato di una definizione molto ristretta di “default”. Se si adotta una definizione più ampia, che includa default selettivi come conversioni cash-to-PIK, sospensioni dei pagamenti, estensioni delle scadenze senza compensazione adeguata, i tassi di insolvenza del credito privato risultano aumentare di circa cinque volte.

La rilevanza di questa differenza dipende dal contesto e dal profilo di rischio degli investitori, ma evidenzia l'importanza di valutare attentamente le metriche di default riportate dai fondi di credito privato.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Tre anni e mezzo di guerra in Ucraina: il costo per la Russia

Obiettivi mancati e conseguenze economiche, militari e diplomatiche



Immagine: 4

Fonte: Federico Fubini

Tre anni e mezzo dopo l'invasione dell'Ucraina, il bilancio per la Russia è gravoso. L'operazione iniziata con l'obiettivo di conquistare il sistema politico ucraino e imporre il proprio controllo territoriale non ha raggiunto i risultati attesi. Gli attacchi iniziali a Kiev e alle periferie – Hostomel, Irpin, Bucha – hanno provocato distruzioni totali, ma le truppe russe si sono ritirate dopo un mese.

Successivamente, l'offensiva si è concentrata sull'est del Paese, con un costo umano enorme: oltre 250.000 soldati russi morti e quasi un milione di feriti, cifre molto superiori a quelle registrate dall'Unione Sovietica in Afghanistan negli anni '80. Il costo economico della guerra ha superato i 500 miliardi di dollari, investiti non in infrastrutture, istruzione o tecnologia per la Russia, ma nella distruzione del Paese vicino.

L'isolamento internazionale e le sanzioni hanno costretto la Russia a dipendere sempre più dalla Cina, con condizioni economiche imposte da Pechino, inclusi prezzi determinati per gas e petrolio, l'uso dello yuan e una crescente presenza industriale cinese. Ad esempio, le vendite di camion russi sono crollate del 50% nel 2025, mentre i camion cinesi hanno conquistato quasi il 70% del mercato interno.

Dal punto di vista territoriale, la Russia controlla oggi circa il 12% del territorio ucraino, aggiungendosi al 7% occupato prima del 24 febbraio 2022. Tuttavia, gran parte di queste aree richiede investimenti ingenti per tornare a essere vivibili e una significativa parte della popolazione è fuggita: in alcune zone occupate metà degli abitanti se n'è andata, in altre fino al 95%, riducendo drasticamente la densità abitativa.

In sintesi, gli obiettivi iniziali di ricostruzione di un impero non sono stati raggiunti, mentre le conseguenze economiche, sociali e diplomatiche hanno reso la Russia sempre più dipendente da un'altra potenza.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La Cina accelera l'acquisto di oro: segnali di de-dollarizzazione

Riserve auree in aumento e fiducia negli asset reali

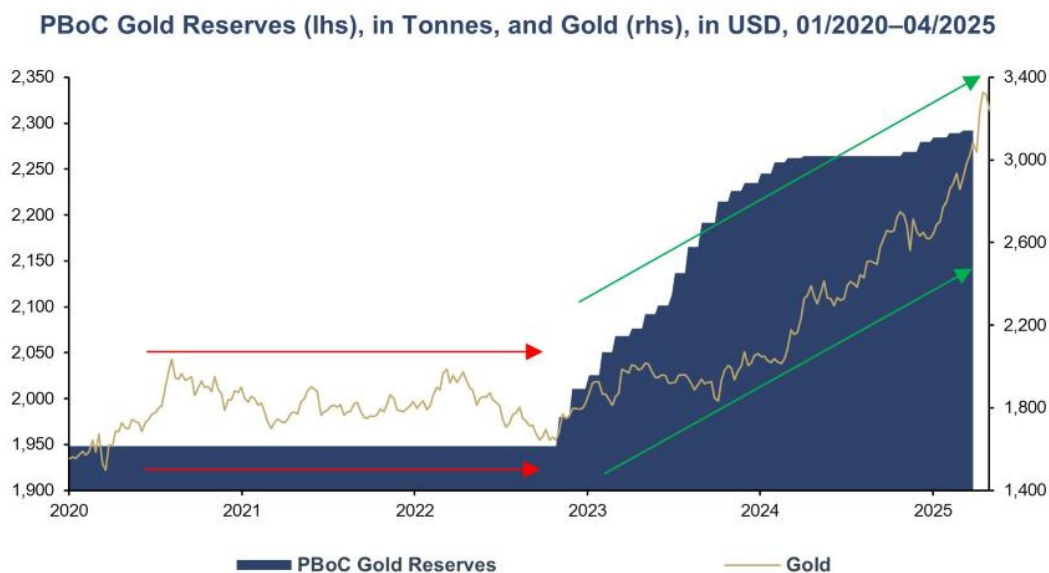


Grafico: 24

Fonte: Ronald Peter Stoeferle

Negli ultimi 18 mesi, la People's Bank of China (PBoC) ha intrapreso un'accelerazione significativa negli acquisti di oro, portando le riserve ufficiali da circa 1.850 tonnellate a oltre 2.300 tonnellate entro la fine del 2022.

Questo aumento delle riserve ha coinciso con un significativo rialzo del prezzo dell'oro, passato da circa 1.600 a oltre 3.400 dollari l'oncia, evidenziando la preferenza della Cina per asset reali rispetto alle riserve in dollari.

Il fenomeno potrebbe rappresentare l'inizio di un più ampio ciclo di de-dollarizzazione globale o richiamare episodi storici come il London Gold Pool degli anni '60. In ogni caso, l'attenzione degli investitori dovrebbe concentrarsi sui flussi di mercato piuttosto che sui titoli dei giornali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Buyback record: le aziende americane spingono i propri titoli ai massimi

I riacquisti sostengono il mercato nel breve, ma il valore per gli azionisti resta incerto

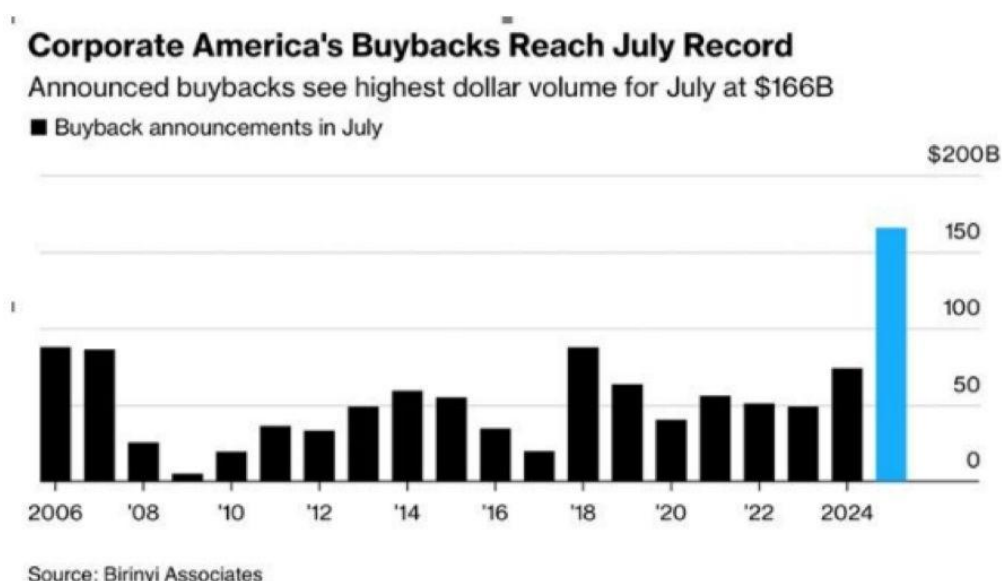


Grafico: 25

Fonte: Birinyi Associates

Nel mese di luglio, le aziende statunitensi hanno annunciato riacquisti di azioni proprie su livelli record, segnando il picco più alto mai registrato per quel periodo.

Questa strategia, ampiamente utilizzata per sostenere i prezzi azionari e migliorare gli indicatori per azione, si inserisce in un contesto di valutazioni di mercato vicine ai massimi storici.

Sebbene i buyback possano offrire un supporto nel breve termine, resta aperta la questione del valore reale generato per gli azionisti nel lungo periodo. A questi livelli di prezzo, il rischio è che le aziende stiano acquistando titoli sopravvalutati, riducendo l'efficacia della strategia e limitando il potenziale di rendimento futuro.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Scontro tra i titani del credito privato

Strategie divergenti per attrarre clienti e aumentare l'AUM

Vehicle / Capital Source (\$)

Create interactive, responsive & beautiful charts — no code required.

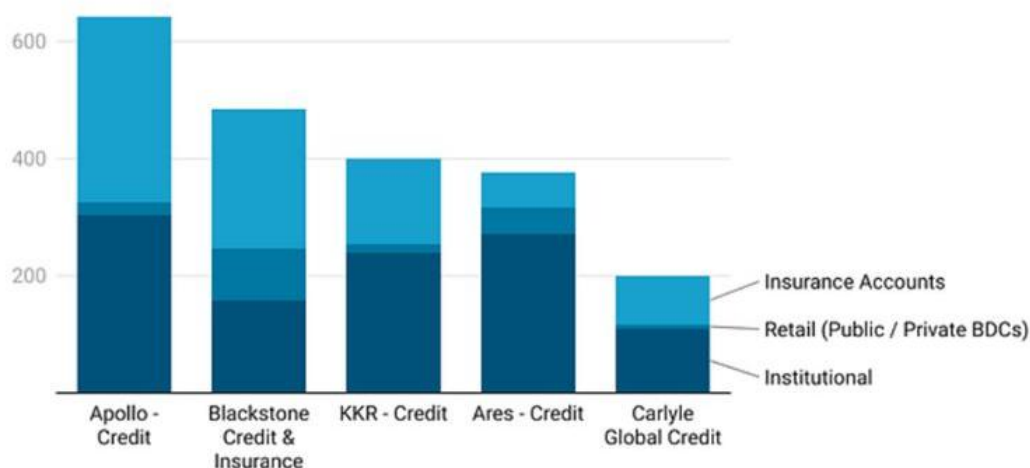


Grafico: 26

Fonte: David Haarmeyer

Le cinque principali piattaforme di credito privato stanno adottando strategie differenti per emergere in un mercato sempre più competitivo.

Per quanto riguarda la clientela, le assicurazioni rappresentano la quota predominante dell'AUM per Apollo e Blackstone, mentre KKR, Ares e Carlyle presentano una composizione più diversificata. Tuttavia, la componente al dettaglio sta acquisendo crescente rilevanza per tutte e cinque le società, con Blackstone e Ares in vantaggio nella costruzione di offerte su larga scala. Blackstone è nota per il suo prodotto al dettaglio BCRED, mentre Ares guida il settore dei BDC negoziati e non negoziati.

Con i fondi pensione ormai saturi, la crescita futura dell'AUM sembra dipendere principalmente dalle assicurazioni e dai conti al dettaglio, più che dal capitale istituzionale.

In conclusione, esistono diversi percorsi per il successo nel credito privato: i principali operatori stanno scommettendo su differenti tipologie di prestiti da originare e sui segmenti di clientela da attrarre.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Private Equity e Venture Capital: due mondi ancora distanti

La maggior parte delle società di PE resta concentrata su strategie tradizionali

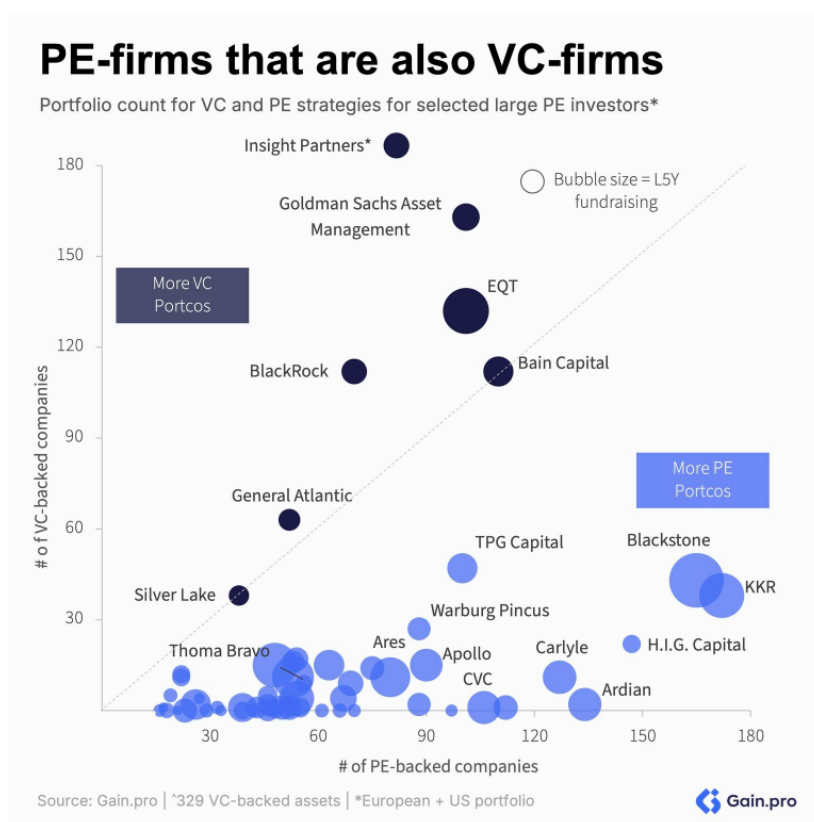


Grafico: 27

Fonte: Sid Jain

La maggior parte delle società di private equity non riveste un ruolo significativo nel venture capital. Solo alcune realtà selezionate, come Insight Partners e Goldman Sachs Asset Management, sono riuscite a sviluppare con successo portafogli sia nel VC sia nel PE, raggiungendo dimensioni rilevanti in entrambe le aree.

Al contrario, la maggior parte dei grandi operatori di private equity – tra cui Blackstone, KKR e The Carlyle Group – rimane focalizzata sulle strategie tradizionali di PE, espandendosi progressivamente nel credito privato, nelle infrastrutture e negli asset reali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La gestione attiva sta perdendo terreno

Gli ETF passivi e attivi ridisegnano il panorama degli investimenti

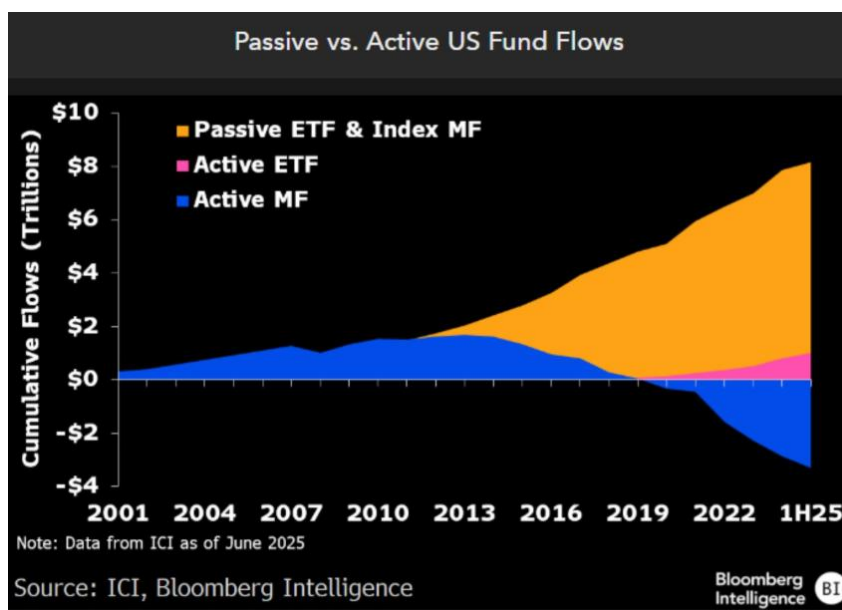


Grafico: 28

Fonte: Fabrizio Ciabatti

Negli ultimi anni, la gestione attiva ha registrato un calo significativo in termini di raccolta, indipendentemente dal numero di nuovi fondi o ETF attivi lanciati. Dal grafico emergono tre tendenze principali:

1. Gli investitori continuano a concentrare i propri capitali in strumenti finanziari, con un crescente orientamento verso soluzioni passive.
2. La gestione attiva "tradizionale" sta perdendo attrattiva rispetto al passato, cedendo terreno alla gestione passiva.
3. Gli ETF attivi, introdotti per mitigare il declino della raccolta nei fondi tradizionali, stanno registrando una crescita, ma non ancora sufficiente a compensare la contrazione della gestione attiva convenzionale.

Questa evoluzione pone interrogativi sull'efficienza del mercato: la tradizionale capacità dei fondi attivi di stabilire prezzi "corretti" attraverso l'allocazione efficiente dei capitali potrebbe essere compromessa da un peso crescente degli investimenti passivi.

Si prevede che i fondi attivi esistenti si concentreranno sui pochi prodotti in grado di superare la gestione passiva. Secondo i dati Morningstar, questi fondi rappresentano una minoranza e potrebbero essere i veri motori del mercato nei prossimi anni.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Boom dei data center AI: un mercato da 3 trilioni di dollari

Big Tech e investitori preparano una spesa senza precedenti

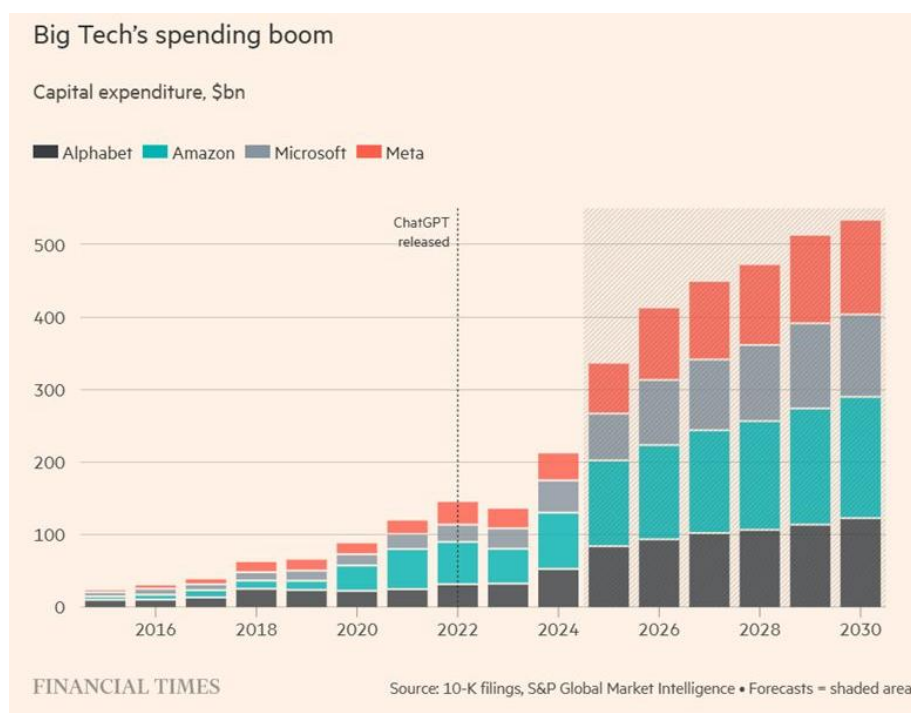


Grafico: 29

Fonte: David Haarmeyer

Secondo il Financial Times, il settore dei data center per l'intelligenza artificiale sta vivendo un'espansione senza precedenti, con investimenti complessivi stimati in quasi 3 trilioni di dollari entro il 2029.

Progetti miliardari sono già in corso: Meta sviluppa "Prometheus" e "Hyperion", xAI di Elon Musk ha "Colossus" e OpenAI sta realizzando "Stargate", ciascuno con budget superiori ai 100 miliardi di dollari. Rob Horn, responsabile globale delle infrastrutture e del credito basato su asset di Blackstone, ha definito la quantità di capitale necessaria "assolutamente immensa".

Le principali aziende tecnologiche – Google, Amazon, Microsoft e Meta – investiranno oltre 400 miliardi di dollari in nuovi data center nel 2026, a fronte dei più di 350 miliardi spesi quest'anno. Secondo JLL, 170 miliardi di dollari di asset richiederanno prestiti per l'edilizia o finanziamenti permanenti nel 2025. Morgan Stanley stima che, dei 3 trilioni di dollari totali di spesa prevista, circa 1,4 trilioni proverranno dagli investimenti in conto capitale dei gruppi Big Tech, lasciando un fabbisogno di 1,5 trilioni di dollari da soddisfare tramite finanziamenti da parte di investitori e sviluppatori.

Le operazioni di finanziamento si articolano in varie strutture, tra cui debito strutturato, veicoli di project finance, prestiti per la costruzione, cartolarizzazioni garantite da asset e obbligazioni verdi. Per il solo 2025, circa 60 miliardi di dollari di prestiti finanzieranno 440 miliardi di dollari di progetti di data center, raddoppiando il debito rispetto al 2024. Solo nel primo trimestre, più di 25 miliardi di dollari di prestiti sono stati sottoscritti, secondo Newmark.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Questa fase rappresenta un momento di intensa espansione, con mercati dei capitali pronti a sostenere un settore in rapida crescita, ma la sfida sarà mantenere razionalità e sostenibilità negli investimenti.

Il mito della massa monetaria come indicatore economico

Per prevedere crescita e inflazione servono analisi più complesse

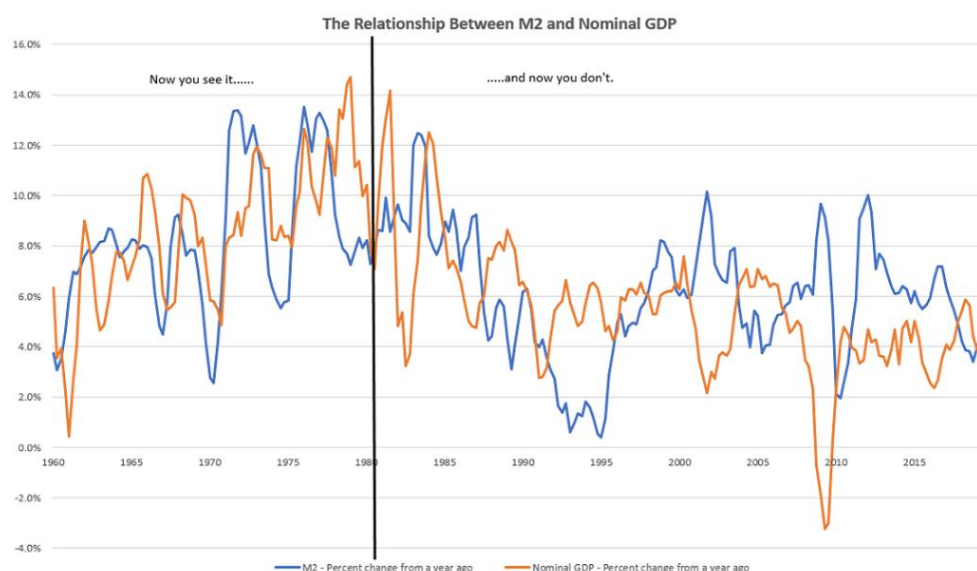


Grafico: 30

Fonte: Dr. David Kelly di J.P. Morgan Asset Management

Uno dei principali problemi della vita moderna è gestire le distrazioni, e ciò vale anche nel mondo degli investimenti, dove un eccesso di segnali e informazioni può far perdere di vista i fattori realmente rilevanti. Tra queste distrazioni, l'andamento della massa monetaria è spesso considerato fuorviante.

In passato, il denaro rappresentava un indicatore chiave per anticipare inflazione e crescita. La scuola monetarista, guidata da Milton Friedman, sosteneva che "l'inflazione è sempre e ovunque un fenomeno monetario" e che controllare la crescita dell'offerta di moneta significava controllare l'inflazione. Questa teoria poggiava sull'equazione $M \times V = P \times Y$, secondo la quale, se la velocità della moneta fosse stata costante, un aumento dell'aggregato M2 avrebbe dovuto tradursi in una maggiore inflazione o crescita reale.

Negli anni '60 e '70, i dati sembravano confermare questa relazione e, con l'esplosione dell'inflazione negli anni '70, il monetarismo divenne dominante. Paul Volcker, allora presidente della Fed, adottò questa strategia nel 1979, provocando un'impennata dei tassi e due recessioni, ma riuscendo a riportare l'inflazione sotto controllo.

Tuttavia, già a partire da quel periodo, il legame tra massa monetaria ed economia iniziò a indebolirsi. L'introduzione di conti remunerati, la diminuzione dell'inflazione, la diffusione di carte di credito e strumenti di pagamento elettronici ridussero il costo-opportunità di detenere moneta, mentre nuovi strumenti finanziari facilitarono la liquidazione degli investimenti. Il risultato fu un'alta variabilità della velocità della moneta, che

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

comprometteva la relazione tra M2 e PIL nominale. Anche in eventi recenti, come la crisi del 2008 o la pandemia, enormi aumenti di liquidità furono compensati da crolli nella velocità della moneta, senza generare corrispondenti esplosioni inflazionistiche.

Oggi la Fed non considera più gli aggregati monetari nelle decisioni di politica monetaria e li pubblica solo mensilmente come dato informativo. Prevedere l'economia richiede analisi più articolate: consumi, investimenti, commercio, spesa pubblica, ciclo economico, politiche monetarie e fiscali nel breve periodo, oltre a produttività e offerta di lavoro nel lungo.

In altre parole, non esistono scorciatoie semplici come osservare la massa monetaria per prevedere crescita e inflazione. La sfida è applicare la teoria economica in modo chiaro ma non semplicistico, evitando l'errore di affidarsi esclusivamente alla moneta come indicatore.

La spesa pubblica permanente potrebbe riportare l'inflazione

Disavanzi strutturali e sostegno bipartisan alimentano il rischio inflazionistico

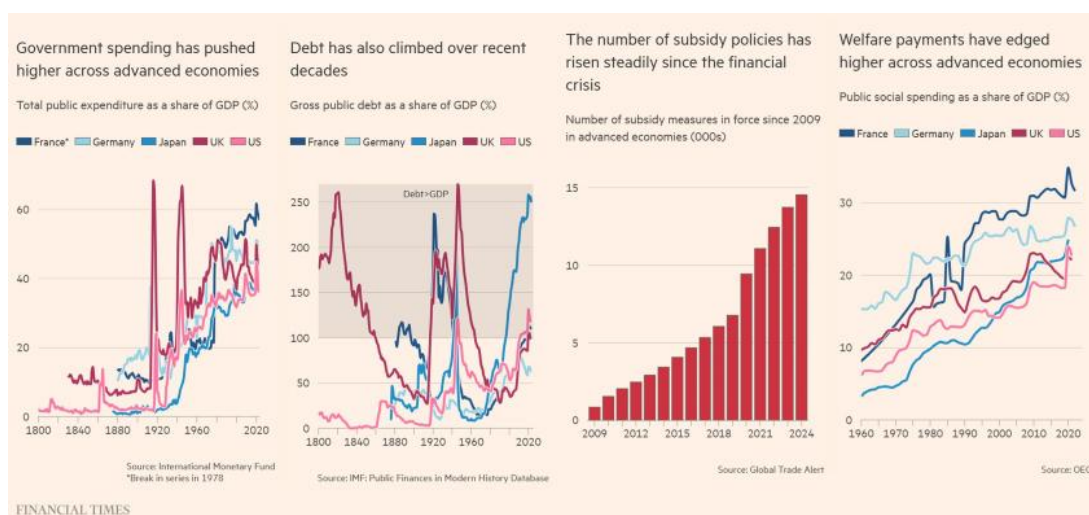


Grafico: 31

Fonte: Tej Parikh

Un'analisi dei dati di lungo periodo suggerisce che l'inflazione potrebbe fare un ritorno significativo, non a causa dei dazi, ma per effetto della spesa pubblica. Alcuni punti chiave:

1. I principali disavanzi pubblici, storicamente presenti solo in tempo di guerra, sono oggi permanenti in Paesi come Regno Unito, Stati Uniti e Francia.
2. La spesa pubblica ha raggiunto livelli senza precedenti, superando quelli osservati in periodi di conflitto.
3. Gli incrementi di spesa sono in gran parte destinati al welfare sociale e al sostegno alle imprese, creando una crescente dipendenza di individui e aziende dalle risorse pubbliche.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

4. Il debito pubblico ha raggiunto valori che non si vedevano dalla Seconda Guerra Mondiale.
5. Questa situazione è, in larga parte, il risultato di scelte politiche deliberate, con sostegno bipartisan alla spesa pubblica.
6. L'espansione della spesa è stata finanziata da denaro facile, contribuendo a una massiccia inflazione dei prezzi degli asset e aumentando il rischio di un ritorno dell'inflazione sui beni.
7. Gli interventi governativi frequenti hanno sostenuto la crescita economica a breve termine, ma a scapito dello sviluppo efficiente nel lungo periodo. Come osserva Jim Reid: "Storicamente, il rischio di recessioni regolari ha incoraggiato la riallocazione del capitale verso usi più produttivi, ma livelli di sostegno eccezionali rischiano di perpetuare inefficienze nelle economie avanzate".

In sintesi, la combinazione di disavanzi strutturali, spesa elevata e politiche di sostegno prolungate potrebbe preparare il terreno per un ritorno significativo dell'inflazione.

Da Ovest a Est: la nuova geografia della produzione manifatturiera

L'Asia orientale supera le economie occidentali nelle esportazioni globali

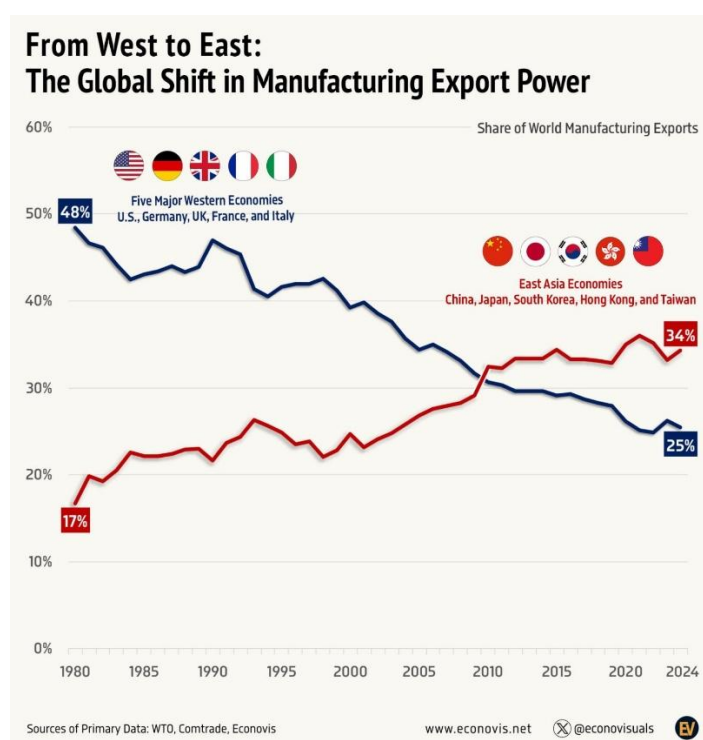


Grafico: 32

Fonte: Bergos AG

Negli ultimi decenni, il potere di esportazione del settore manifatturiero ha subito un significativo spostamento globale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Nel 1980, le cinque principali economie occidentali – Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti – rappresentavano circa il 48% delle esportazioni mondiali. In confronto, le principali economie dell'Asia orientale – Cina, Hong Kong, Giappone, Corea del Sud e Taiwan – detenevano soltanto il 17% delle esportazioni globali.

Nel 2012, l'Asia orientale aveva già superato i cinque Paesi occidentali in termini di quota di esportazioni. Oggi, le esportazioni manifatturiere dell'Asia orientale rappresentano il 34% del totale mondiale, rispetto al 25% delle principali economie occidentali, segnando un significativo cambiamento nella geografia della forza manifatturiera globale.

Geopolitica e risorse: implicazioni strategiche della guerra in Ucraina

Il ruolo degli Stati Uniti, della Russia e dell'Europa nelle dinamiche globali



*Immagine: 5
Fonte: Ritesh Jain*

Secondo la Banca Mondiale, la Russia possiede risorse naturali con un potenziale stimato di 70.000 miliardi di dollari. Nel frattempo, gli Stati Uniti affrontano livelli di debito elevati e hanno storicamente sostenuto l'Europa in qualità di principale alleato all'interno della NATO.

Considerando che il Presidente Putin rappresentava gli interessi dei BRICS, mentre il Presidente Trump si concentrava principalmente sugli interessi nazionali statunitensi, emergono alcune considerazioni chiave:

1. Gli Stati Uniti non hanno interesse diretto a finanziare la guerra in Ucraina; se l'Europa desidera proseguire il conflitto, la responsabilità ricade sugli stessi Paesi europei.
2. Gli Stati Uniti mirano a mantenere stretti rapporti con la Russia, poiché le risorse russe possono contribuire alla reindustrializzazione statunitense, mentre l'Europa non dispone di risorse significative. Storicamente, alcuni analisti hanno percepito che l'Europa abbia visto gli Stati Uniti come esecutori di politiche favorevoli ai propri interessi, a volte con influenze interne negli Stati Uniti.

3. Gli Stati Uniti desiderano prezzi del petrolio più bassi per contenere l'inflazione, condizione che richiede la riacquisizione della piena presenza russa sul mercato petrolifero. Prezzi più bassi permetterebbero alla Federal Reserve di ridurre i tassi d'interesse, alleviando il peso del debito federale.
4. Se l'Europa intendesse continuare il conflitto, il Regno Unito potrebbe assumere un ruolo più centrale. Tuttavia, i mercati obbligazionari britannici appaiono più vulnerabili rispetto a quelli statunitensi, aumentando il rischio di tensioni finanziarie.
5. La pressione esercitata su India e Cina mirava a portare il Presidente Putin al tavolo delle trattative; tale pressione, in particolare sull'India, dovrebbe ora diminuire.

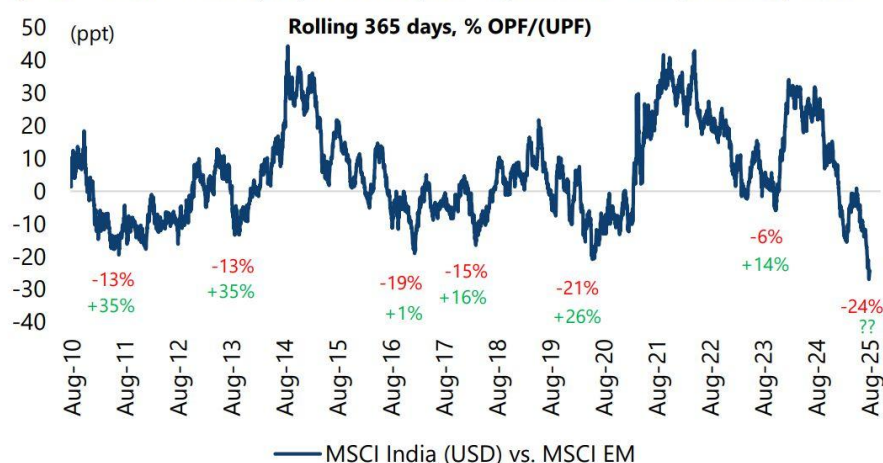
India: opportunità di lungo termine nei mercati azionari emergenti

Creazione di valore e qualità guidano la sovraperformance

India has underperformed EMs significantly

Exhibit 2 - Rolling 365 days MSCI India OPF/(UPF) to MSCI EM

*Figures in red indicate % OPF/ (UPF) in last 365 days and in green indicate subsequent 365 days OPF/UPF



Source: Bloomberg, Jefferies

Grafico: 33

Fonte: Jefferies

L'India emerge come uno dei mercati azionari con le prospettive di lungo termine più favorevoli tra i principali mercati globali. Tuttavia, la maggior parte dei gestori attivi dei mercati emergenti tende a sottopesare il Paese, scoraggiata dai multipli di mercato elevati e dal momentum economico negativo.

Negli ultimi anni, la rotazione del mercato si è concentrata su titoli "value" di qualità inferiore, come in Corea del Sud, mentre il precedente mercato ribassista cinese ha visto una ripresa dei multipli allineati al trend di lungo periodo. I gestori attivi orientati alla "quality growth" nei mercati emergenti hanno generalmente sottoperformato rispetto agli indici dall'inizio del 2021, penalizzati dalla preferenza del mercato per titoli a multipli inferiori. Nel

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

2025, la sottoperformance dei titoli di qualità sembra riflettere la rotazione tra India e Corea, invertendo la dinamica dell'anno precedente.

Guardando avanti, la performance nel ciclo di transizione dovrebbe essere guidata dalla creazione di valore reale, simile a quanto osservato nel mercato tecnologico statunitense con aziende ad alto ROIC come Apple e Microsoft. Secondo lo studio di Bessembinder, i re-rating, i de-rating e le rotazioni di breve termine rappresentano principalmente rumore per gli investitori di lungo periodo. La maggior parte dei gestori "value" che hanno sovraperformato negli ultimi anni ha registrato risultati inferiori nel decennio precedente. La fase successiva dovrebbe premiare le aziende in grado di generare flussi di cassa elevati e ROIC incrementale.

I settori con maggiore potenziale sono la tecnologia e i beni di consumo, con piattaforme online come Tencent o Sea Ltd a fare da esempio. Tra i mercati emergenti, India e Cina ospitano le aziende in crescita con maggiore capacità di creare valore. Sebbene la percentuale di società cinesi che soddisfano questi criteri sia più bassa, il mercato resta ampio e profondo, con numerose aziende guidate dai fondatori. Le società indiane, similmente a quelle statunitensi, pongono grande attenzione alla creazione di valore, fattore che supporta una performance superiore nel lungo termine.

La selezione attenta delle azioni, unita a pazienza e disciplina, dovrebbe consentire al mercato indiano di sovraperformare nel tempo, superando le oscillazioni di breve termine e le rotazioni del mercato.

Italia: un ritorno ai livelli economici del 1959

Il PIL pro capite italiano in calo relativo rispetto al mondo

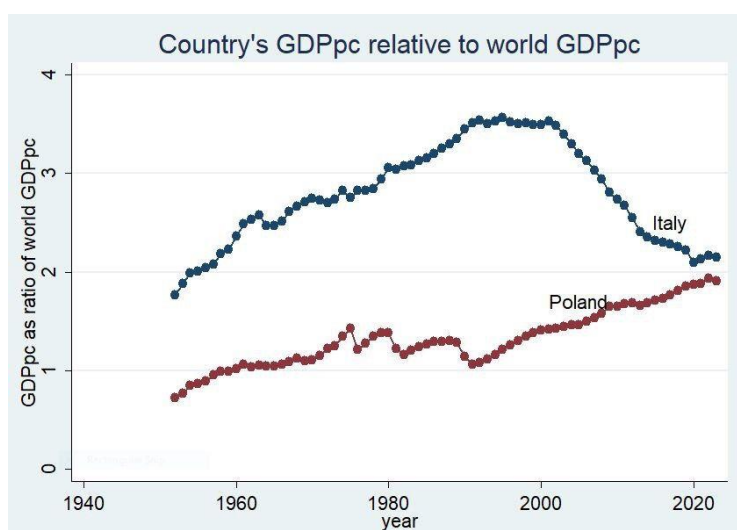


Grafico: 34

Fonte: Emiliano Pellegrini

Il rapporto tra il PIL pro capite italiano e il PIL pro capite mondiale è tornato ai livelli registrati nel 1959, segnando un arretramento di tre generazioni.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Fattori determinanti di questa situazione includono privatizzazioni, liberalizzazioni, deindustrializzazione, riforme del mercato del lavoro considerate regressivi e deflazione salariale. Questi processi si sono verificati parallelamente all'adozione dell'euro e all'integrazione nell'Unione Europea, suggerendo che alcune delle conseguenze economiche potrebbero derivare dall'appartenenza all'Eurozona.

Secondo l'analisi di Emiliano Pellegrini, la responsabilità ricade sull'intera classe dirigente italiana degli ultimi quarant'anni, accusata di aver preso decisioni politiche e economiche che hanno danneggiato il Paese e la maggioranza dei cittadini.

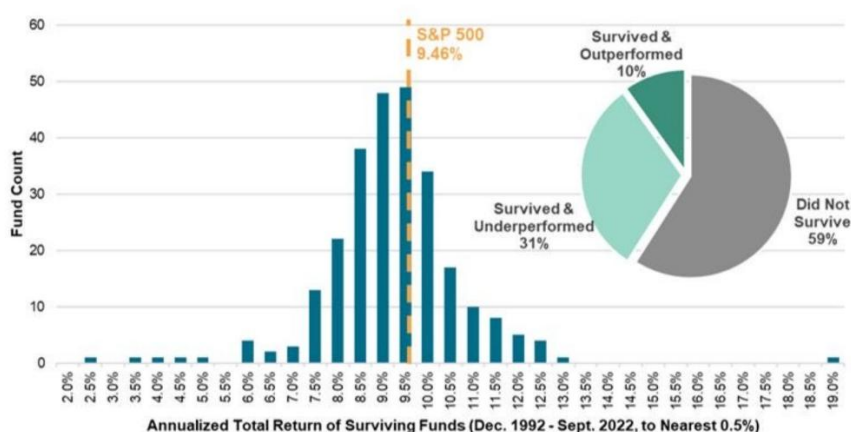
A titolo di confronto, la Polonia, entrata nell'UE nel 2004, ha beneficiato del bilancio europeo, non ha adottato l'euro e ha tratto vantaggio dal processo di industrializzazione facilitato dalle delocalizzazioni, in particolare dalla Germania, mostrando un percorso economico nettamente differente rispetto a quello italiano.

Fondi attivi: sopravvivere non basta, sovraperformare è raro

Solo una minoranza dei fondi azionari attivi statunitensi ha battuto il mercato negli ultimi 20 anni

Exhibit 2: Distribution of Active Fund Returns

Annualized Total Return Distribution (All Actively Managed U.S. Domestic Equity Funds)



Sources: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP, Lipper. Data from Dec. 31, 1992, to Sept. 30, 2022, as compared to the S&P 500 total return in USD. For details on the methodology applied, see S&P DJI's SPIVA U.S. Scorecard. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

Grafico: 35

Fonte: Invest in Assets

Il grafico mostra la distribuzione dei rendimenti annualizzati dei fondi azionari attivi statunitensi sopravvissuti nel periodo 2003–2022, confrontati con l'indice S&P 500. La maggior parte dei fondi si concentra in fasce di rendimento moderate, mentre solo una parte ha registrato performance superiori.

Accanto al grafico principale, un grafico a torta evidenzia la composizione dell'universo analizzato: una quota ha sovraperformato, una ha sottoperformato, e una parte consistente non è sopravvissuta al periodo. Questo dato sottolinea la difficoltà strutturale per i fondi attivi nel generare valore netto rispetto al benchmark nel lungo termine.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Small Cap USA: record di deflussi annuali

Il sentiment estremo potrebbe segnalare un'opportunità contrarian

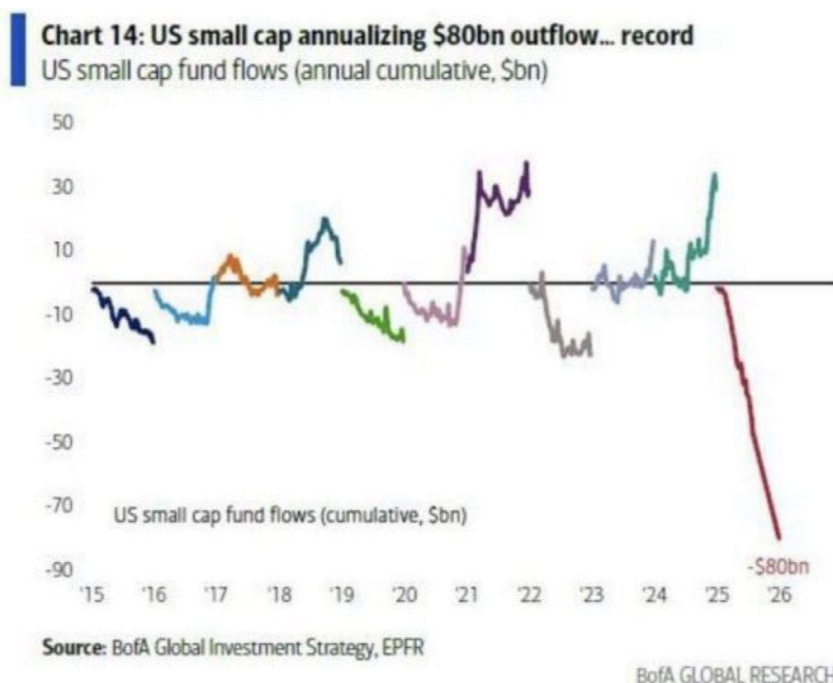


Grafico: 36

Fonte: BofA

Il grafico mostra i flussi cumulativi annuali nei fondi small cap statunitensi, evidenziando come il 2023 abbia registrato un deflusso record, superiore a quello di qualsiasi altro anno analizzato.

Il sentiment degli investitori verso le small cap ha raggiunto livelli estremi, con segnali di capitolazione diffusa. Storicamente, è proprio in questi momenti che si sono manifestate le maggiori opportunità di investimento.

Potrebbe trattarsi del segnale di acquisto contrarian definitivo per il segmento small cap?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Oro in salita?

La percezione inganna: ciò che sembra forza dell'oro potrebbe essere debolezza del dollaro

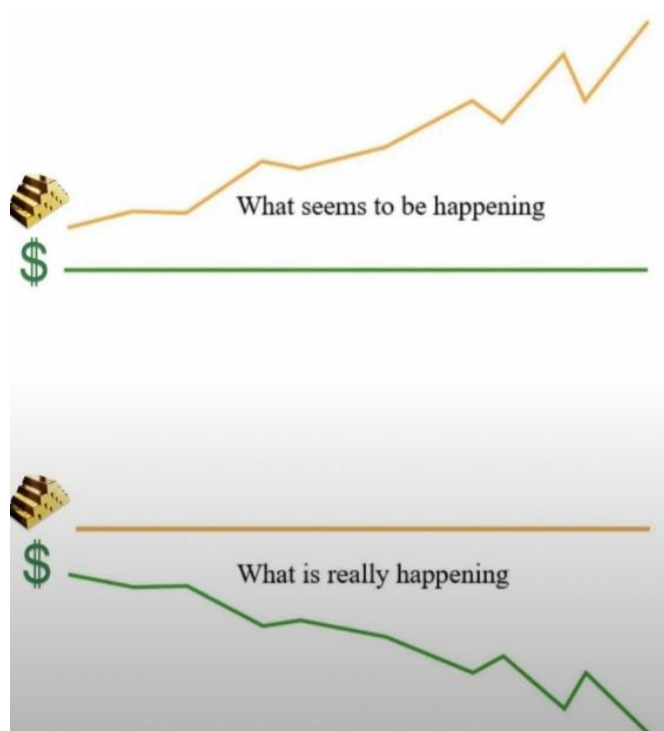


Grafico: 37

Fonte: Charles Henry Monchaun

Il grafico mostra il contrasto tra percezione e realtà nei movimenti di mercato. Nella parte superiore, l'andamento sembra suggerire una crescita del prezzo dell'oro, mentre nella parte inferiore si evidenzia che il vero movimento è una discesa del dollaro.

Come sottolinea Charles Henry Moochan, ciò che appare come un rally dell'oro potrebbe in realtà riflettere semplicemente una perdita di valore del dollaro. Un invito a guardare oltre i segnali superficiali e a interpretare i dati con maggiore profondità.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Convergenza inattesa tra i costi di finanziamento di Francia e Italia

Per la prima volta dal 2008, i rendimenti francesi si avvicinano a quelli italiani



Grafico: 38

Fonte: Financial Times

I costi di finanziamento a lungo termine della Francia stanno convergendo con quelli dell'Italia per la prima volta dalla crisi finanziaria globale.

Nell'ultimo anno, i rendimenti dei titoli di Stato francesi a 10 anni hanno superato la soglia del 3%, spinti da mesi di instabilità politica e crescenti timori per la sostenibilità delle finanze pubbliche. Questo movimento ha ridotto il differenziale con l'Italia a soli 0,14 punti percentuali.

Un dato sorprendente, se si considera che i rendimenti italiani sono stati al contrario sostenuti dalla percezione di maggiore prudenza fiscale dell'amministrazione guidata da Giorgia Meloni, che ha conquistato la fiducia degli investitori.

La convergenza ribalta così le tradizionali convinzioni dei mercati, che hanno sempre considerato la Francia tra i mutuatari più sicuri dell'area euro e l'Italia tra i più rischiosi, con un debito pubblico pari a circa il 140% del PIL. Basti ricordare che, durante la crisi del debito dell'Eurozona nei primi anni 2010, lo spread dell'Italia rispetto alla Francia aveva superato i 4 punti percentuali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

PMI italiane: performance superiori alle controparti europee

Crescita significativa per Mid e Small Cap negli ultimi cinque anni



Immagine: 6

Fonte: Vittorio Carlini

Secondo quanto riportato da Il Sole 24 Ore in un articolo di Vittorio Carlini, le piccole e medie imprese italiane hanno registrato performance superiori rispetto alle omologhe europee negli ultimi cinque anni.

Il FTSE Italia Mid Cap è cresciuto del 67%, mentre il FTSE Italia Small Cap ha registrato un incremento del 77,2%, superando nettamente gli indici europei corrispondenti.

Il successo è attribuibile a diverse componenti: aziende leader in nicchie di mercato, capaci di adattarsi rapidamente ai cambiamenti post-Covid, il sostegno derivante dai Piani Individuali di Risparmio (PIR) e un'imprenditoria flessibile e resiliente.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Tecnologia dominante nel mercato azionario statunitense

I titoli tech raggiungono la quota più alta di sempre

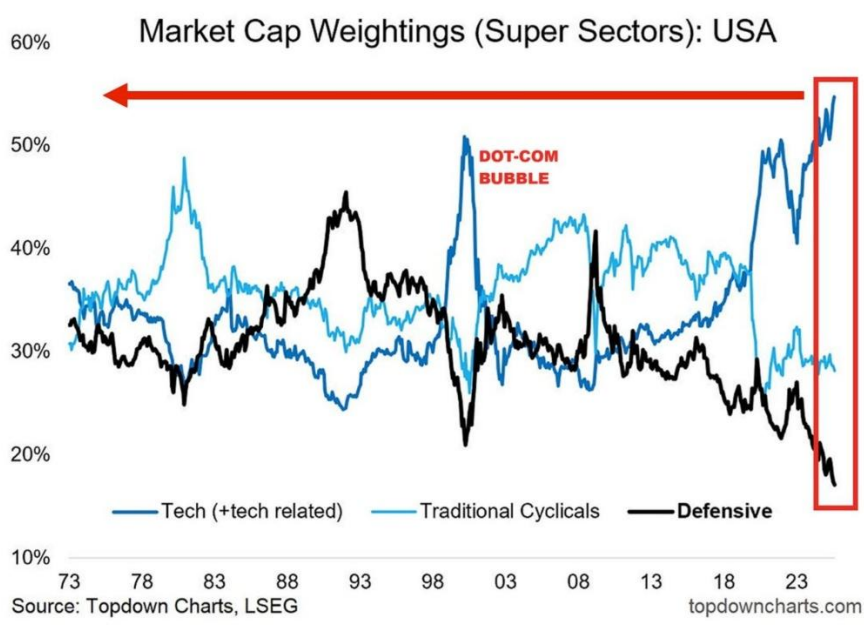


Grafico: 39

Fonte: Global Markets Investor

I titoli tecnologici statunitensi e quelli strettamente legati al settore rappresentano attualmente circa il 55% del mercato azionario degli Stati Uniti, segnando la quota più elevata mai registrata.

Questo livello supera di circa cinque punti percentuali la quota raggiunta durante la bolla delle dot-com nel 2000.

Al contrario, i titoli difensivi costituiscono oggi circa il 18% del mercato, evidenziando la crescente concentrazione del mercato azionario americano nel comparto tecnologico.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

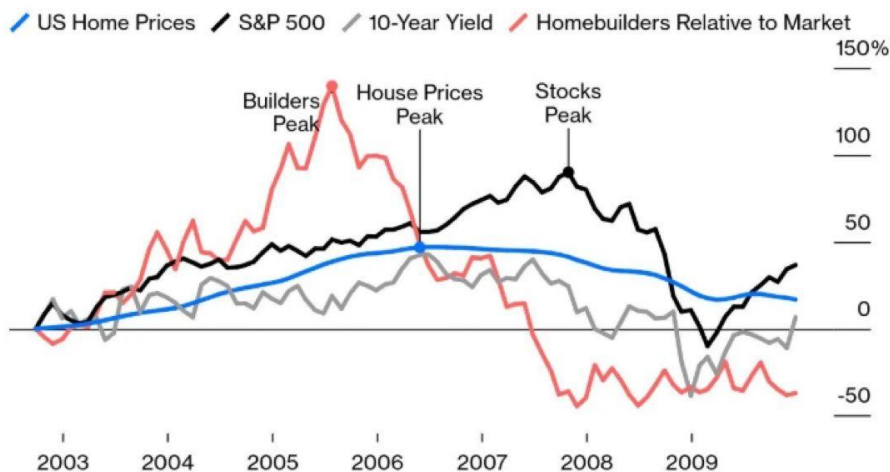
www.redfish.capital

Azioni e anticipazione economica: un falso mito

Il mercato azionario non sempre prevede le crisi

Chronicle of a Crash Foretold

The GFC showed markets can take a while to react to warning signs



Source: Bloomberg

Data is normalized with percentage appreciation as of September 30, 2002.

Bloomberg Opinion

Grafico: 40

Fonte: John Authers

Questo grafico di John Authers evidenzia come il mercato azionario non individui necessariamente in anticipo i problemi dell'economia.

Prima della crisi finanziaria globale, i prezzi delle abitazioni e l'attività dei costruttori avevano già iniziato a calare, mentre le azioni hanno raggiunto il loro picco solo successivamente.

Questo esempio sottolinea come l'andamento del mercato azionario non sempre rappresenti un indicatore tempestivo dei problemi economici sottostanti.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Tesoreria USA: le entrate non raggiungono i livelli pre-tariffe

Il Conto Generale del Tesoro è dimezzato dall'inizio delle tariffe

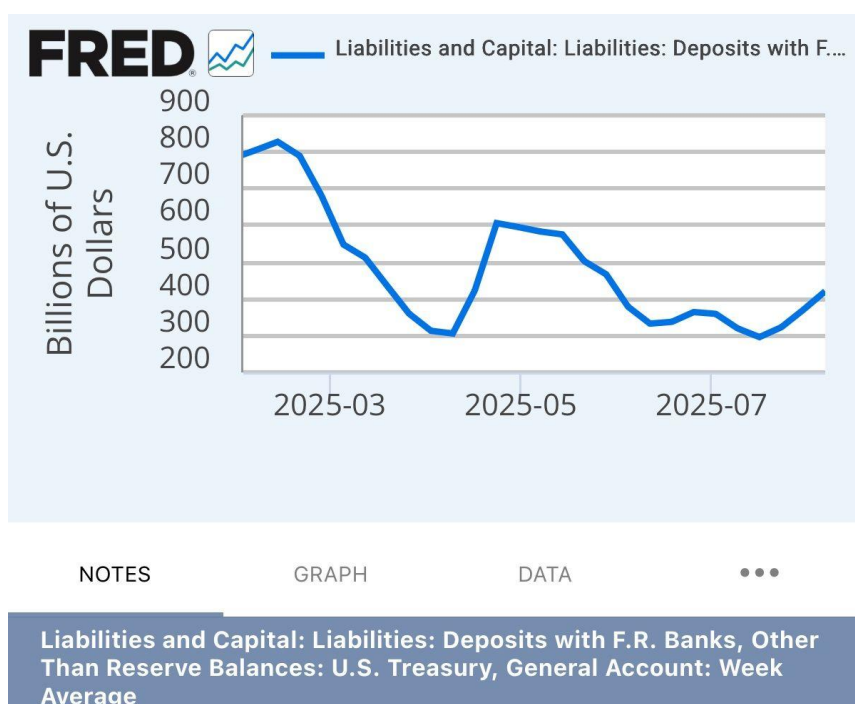


Grafico: 41

Fonte: Gregory Crennan

Il grafico mostra l'andamento settimanale medio del Conto Generale del Tesoro USA presso la Federal Reserve nel 2025. Dopo l'introduzione delle tariffe nel febbraio 2025, il saldo è sceso da circa 600 miliardi di dollari a 300 miliardi, registrando una riduzione del 50%.

Come osserva Gregory Crennan, se qualcuno sostiene che il governo stia avviando un surplus di entrate, è sufficiente ricordargli che il "forziere" federale ha perso metà del suo contenuto. Per tornare ai livelli di febbraio, sarebbero necessari altri 400 miliardi di dollari di entrate.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Produttività e profitti: l'impatto sugli Stati Uniti

L'aumento della produttività sostiene EPS e margini aziendali

Corporations Have Absorbed Tariffs

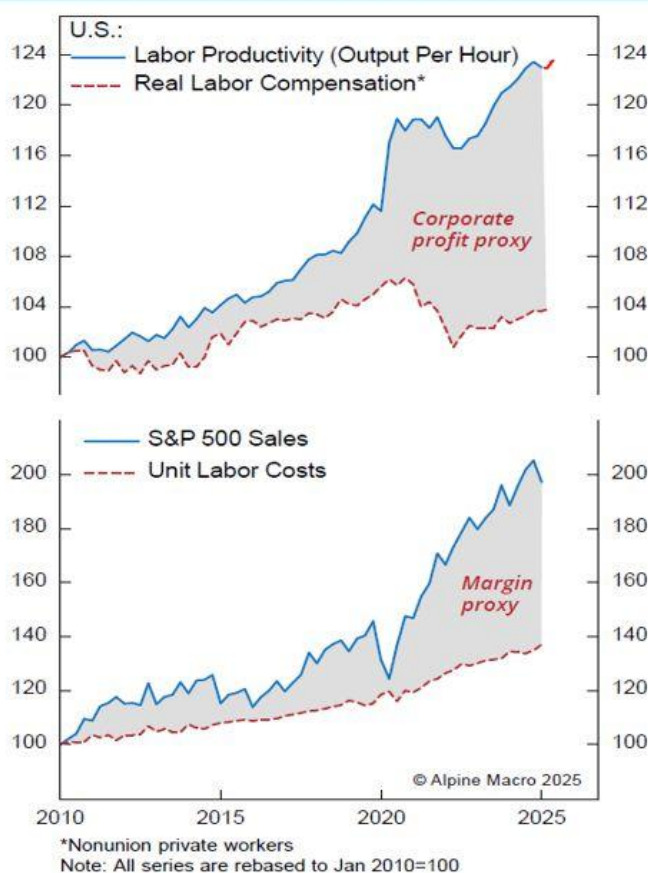


Grafico: 42

Fonte: Chen Zhao

Secondo Chen Zhao, non vi sono prove evidenti che la sola crescita della produttività porti automaticamente a un aumento della crescita economica o della redditività aziendale negli Stati Uniti. Fattori come rialzi tariffari, tassi d'interesse elevati, distorsioni commerciali e incertezza politica potrebbero invece contribuire a una crescita più lenta, a un'inflazione più alta e a un calo di azioni e obbligazioni.

Tuttavia, l'analisi di due grafici di Alpine Macro mostra che la produttività del lavoro ha beneficiato principalmente gli utili aziendali e i margini di profitto. Il primo grafico evidenzia il divario tra produttività per ora lavorata nel settore privato e indice reale delle retribuzioni, mentre il secondo confronta le vendite dell'S&P 500 con i costi unitari del lavoro. Questi dati aiutano a spiegare la resilienza dell'EPS statunitense nonostante dazi, alti tassi di interesse e incertezza commerciale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

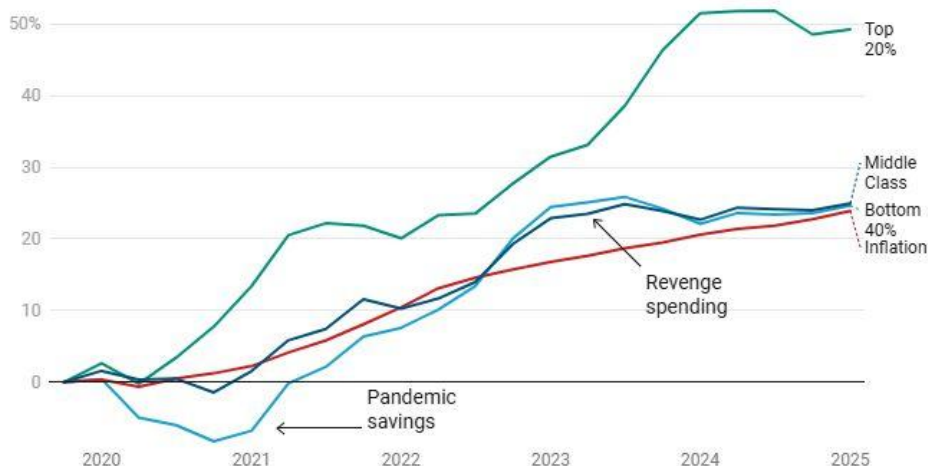
www.redfish.capital

La spesa dei più ricchi guida l'economia statunitense

La divergenza nei consumi aumenta i rischi macro

The U.S. economy depends on consumption by the rich

Wealthy Americans in the top 20 percent continue to grow their spending. Meanwhile, the "revenge spending" era for middle-class and lower-income Americans is over. Their spending is roughly in line with inflation. (Chart shows growth in personal outlays vs. inflation.)



Source: Moody's Analytics • [Get the data](#) • Created with [Datawrapper](#)

Grafico: 43

Fonte: Heather Long

L'economia statunitense sta attualmente beneficiando principalmente della spesa del 20% di cittadini con reddito più elevato.

Secondo Moody's Analytics, mentre la spesa dei consumatori a reddito medio e basso si è mantenuta sostanzialmente in linea con l'inflazione, il 20% più ricco ha incrementato le proprie spese di circa il 50% dal 2020. Questo fenomeno, talvolta definito "revenge spending", evidenzia una crescente divergenza nei consumi.

La rilevanza di tale divergenza è significativa: la spesa dei consumatori rappresenta circa il 70% del PIL degli Stati Uniti. Quando il potere d'acquisto è concentrato in una piccola fascia di popolazione, la resilienza dell'economia complessiva diminuisce. Un eventuale calo dei consumi da parte dei più ricchi può avere un impatto macroeconomico maggiore che mai.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Calo dell'imprenditorialità in Cina

L'economia privata rallenta, cresce il ruolo dello Stato

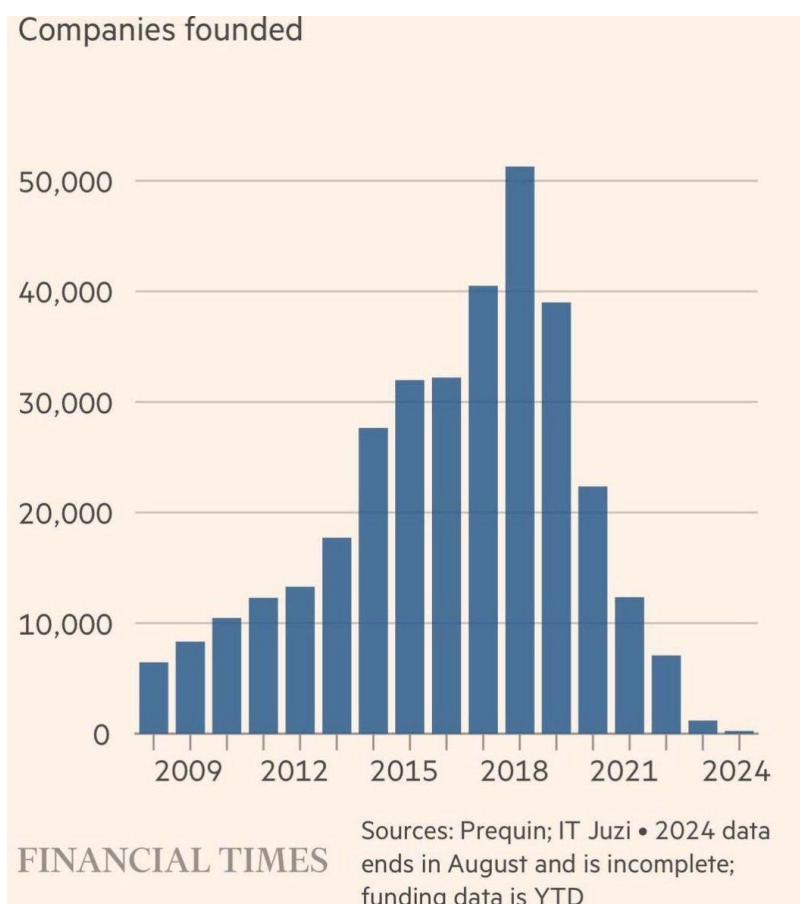


Grafico: 44

Fonte: Michel A. Arouet, FT

Il grafico mostra il numero di aziende fondate in Cina ogni anno dal 2009 al 2024. Dopo una crescita costante culminata nel picco del 2021, l'imprenditorialità privata ha subito un calo marcato nel 2022 e nel 2023.

Il dato del 2024 è parziale (aggiornato ad agosto), ma conferma la tendenza al rallentamento. Questo cambiamento potrebbe riflettere una svolta strutturale verso un'economia sempre più gestita dallo Stato, con implicazioni ancora da valutare.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Le banche statunitensi perdono terreno sul mercato obbligazionario europeo

Le aziende privilegiano le istituzioni regionali

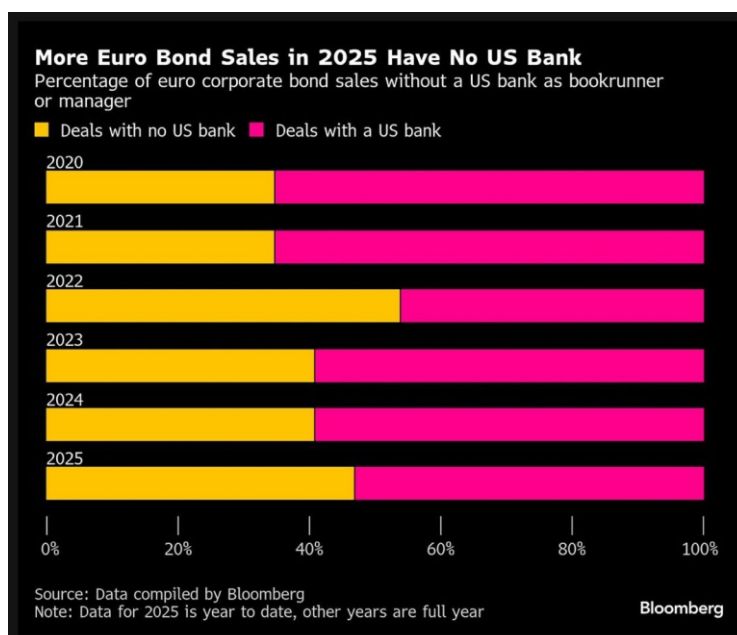


Grafico: 45

Fonte: Bloomberg

Con l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, le banche statunitensi stanno progressivamente cedendo terreno nel mercato obbligazionario europeo.

Nel 2025 si prevede una quota record di emissioni obbligazionarie societarie in euro senza la partecipazione di banche statunitensi come bookrunner o gestori principali. Circa la metà delle operazioni in euro da parte di società non statunitensi esclude le prime cinque banche di Wall Street, registrando la percentuale più elevata degli ultimi anni.

Il fenomeno è ancora più marcato per le obbligazioni in sterline: si stima che il 64% delle operazioni nel 2025 non preveda l'intervento di banche statunitensi. La causa principale risiede in un ripensamento delle alleanze finanziarie da parte delle aziende europee, che considerano non solo costi e servizi, ma anche fattori politici. La retorica protezionistica e i dazi commerciali intensificati dall'amministrazione Trump hanno spinto molte società a diversificare lontano da Wall Street.

Banche europee come BNP Paribas, Société Générale e Deutsche Bank stanno beneficiando di questa tendenza, poiché i clienti danno priorità all'allineamento regionale rispetto al dominio globale. Come riportato da Standard Chartered, numerosi clienti hanno sottolineato: "Vogliamo fare banca con i campioni regionali, piuttosto che solo con le banche globali".

In un contesto di frammentazione e riallineamento dei mercati finanziari, la fiducia nelle relazioni regionali sta diventando un fattore cruciale, accanto al capitale stesso.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Le aziende statunitensi approfittano dei mercati obbligazionari europei

Tassi BCE e stabilità dell'euro spingono le emissioni in valuta locale

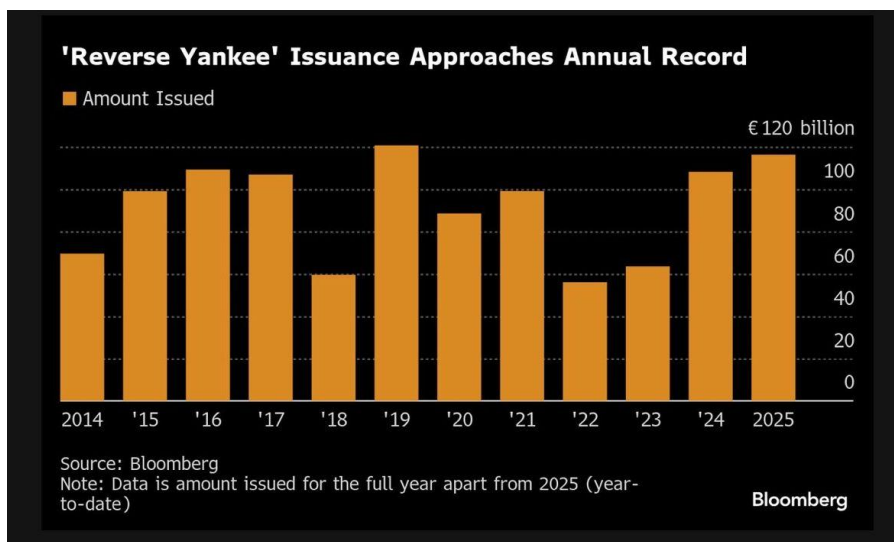


Grafico: 46
Fonte: Bloomberg

Nel 2025, le emissioni “reverse Yankee” – obbligazioni in euro emesse da società statunitensi – hanno raggiunto 116,3 miliardi di euro, avvicinandosi rapidamente al record annuale, con ancora cinque mesi da contabilizzare.

Società come Verizon, FedEx e PepsiCo stanno sfruttando i mercati europei per ottenere finanziamenti a costi inferiori, grazie a tre fattori principali:

- la Banca Centrale Europea già impegnata nel taglio dei tassi;
- la Federal Reserve statunitense ferma dalla pausa iniziata a dicembre;
- l'inflazione contenuta nell'area euro, che mantiene bassi i rendimenti.

Per CFO e tesoriери, emettere obbligazioni in euro risulta più economico, prevedibile e sostenuto da una forte domanda. Parallelamente, le società europee stanno riducendo le emissioni in dollari statunitensi, mentre gli investitori stranieri mostrano cautela nei confronti del credito statunitense a causa dei rischi geopolitici e tariffari.

L'aumento delle barriere commerciali sta contribuendo a una segmentazione valutaria nei mercati dei capitali: molte aziende statunitensi scoprono che il capitale è disponibile, ma non sempre sul mercato domestico. In un contesto globale, il costo del capitale è relativo, e nel 2025 i prezzi possono risultare più vantaggiosi a Francoforte che a New York.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'inflazione PPI negli Stati Uniti sorprende al rialzo

Il dato di luglio alimenta il dibattito sui tassi Fed

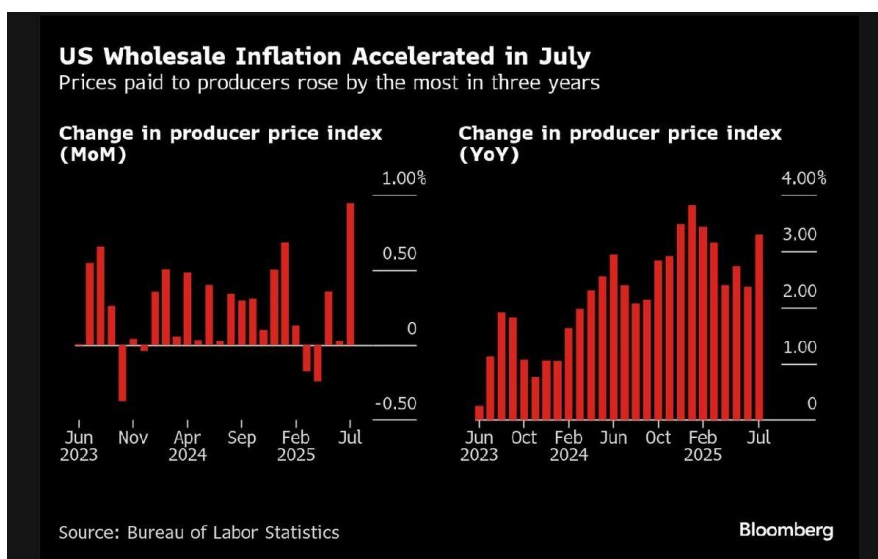


Grafico: 47

Fonte: Bloomberg

Dopo una serie di rilevazioni sull'inflazione negli Stati Uniti in linea o inferiori alle aspettative, i dati odierni sull'indice dei prezzi alla produzione (PPI) hanno evidenziato un incremento significativamente superiore alle previsioni, registrando la variazione mensile più elevata degli ultimi tre anni.

L'inflazione PPI complessiva è salita dello 0,9% a luglio, superando ampiamente il consenso degli analisti e portando il tasso di inflazione annuale al 3,3%. Anche l'inflazione core ha registrato un aumento, raggiungendo il 2,9%.

Questi dati rafforzano il dibattito su due fronti riguardanti la politica monetaria della Federal Reserve:

- tra chi teme effetti inflazionistici significativi derivanti dai dazi e chi ritiene che tali impatti siano limitati e transitori;
- tra chi sostiene un approccio strettamente guidato dai dati e chi propende per una strategia più lungimirante e orientata al medio-lungo termine.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

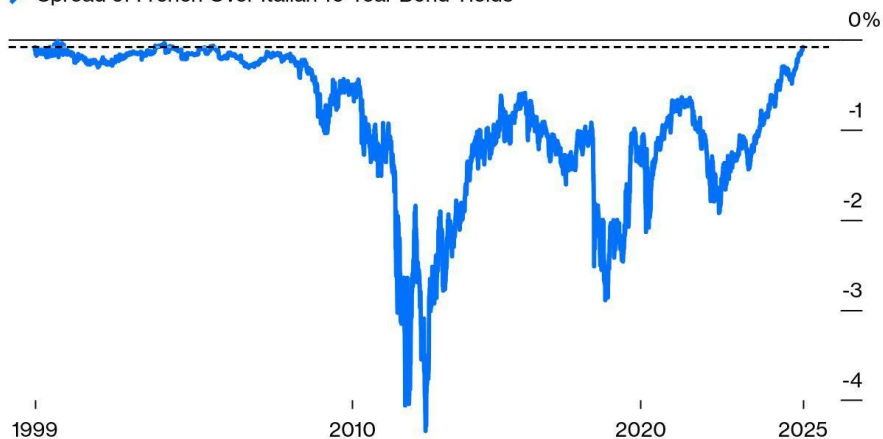
Dalla stabilità dei BTP al nervosismo degli OAT

I rendimenti francesi si avvicinano a quelli italiani

There's Barely Any Risk Premium for Holding BTPs, Not OATS

For first time in 20 years, the spread between them is less than 10bps

Spread of French Over Italian 10-Year Bond Yields



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

Grafico: 48

Fonte: Bloomberg

Dal 1999, anno di introduzione dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato francesi a 10 anni non si erano mai avvicinati così tanto a quelli dei BTP italiani, con una differenza di soli 10 punti base. Questo fenomeno riflette diversi fattori chiave:

1. **Reazione del mercato ai rischi:** Nel 2011, il mercato non "ce l'aveva" con l'Italia. In presenza di rischi, gli investitori richiedono semplicemente rendimenti più elevati o cercano rifugi alternativi. Questa dinamica vale indipendentemente dal Paese: Italia, Francia o Regno Unito.
2. **Crisi politica in Francia:** La Francia sta vivendo una fase di forte instabilità politica, con tre partiti principali – estrema sinistra, estrema destra e la formazione di Macron – con percentuali simili. Gli investitori temono possibili crisi di governo, evidenziate dal fatto che il Primo Ministro francese Bayrou ha fissato per l'8 settembre un voto di fiducia per approvare una manovra finanziaria da 44 miliardi di euro di tagli, con le agenzie di scommesse che stimano solo il 20% di probabilità di approvazione.
3. **Stabilità italiana:** Indipendentemente dall'orientamento politico, il governo guidato da Giorgia Meloni ha conquistato una fiducia internazionale significativa. La gestione economica si è mantenuta coerente con le linee di Draghi, dimostrando agli investitori la capacità di governare al di là della retorica elettorale. Il mercato ha premiato l'Italia, così come altri Paesi come Spagna, Portogallo e Grecia, che hanno mostrato progressi rispetto alla crisi del 2011.

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