

REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. IX

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

Fondi globali ancora sottopesati sugli USA

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



Grafico: 1

Fonte: Global Markets Investor, BofA

Per il quinto mese consecutivo, i gestori di fondi globali risultano sottopesati sulle azioni statunitensi. È quanto emerge dal sondaggio mensile di BofA Global Fund Manager, che mostra un saldo netto negativo di investitori sovrappesati su US equities. Una dinamica sorprendente se si considera che, da inizio anno, l'indice MSCI World Ex-USA è salito del 17%, superando il +7% dell'S&P 500.

Il grafico allegato evidenzia con chiarezza questa divergenza: la linea scura (performance relative tra US equities e azioni globali) continua a salire, mentre gli istogrammi azzurri (net % overweight) restano in territorio negativo. Il cerchio rosso indica l'ultima rilevazione: nonostante la forza relativa del mercato americano, la maggior parte dei fund manager mantiene un'esposizione inferiore alla media storica.

Questo squilibrio potrebbe aprire la porta a un posizionamento forzato nei prossimi mesi, qualora la performance degli Stati Uniti dovesse continuare a sorprendere. In alternativa, segnala un crescente consenso su una futura rotazione verso mercati extra-USA.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Dollaro debole, margini europei sotto attacco

Le società UE esposte al dollaro rischiano di soffrire ancora

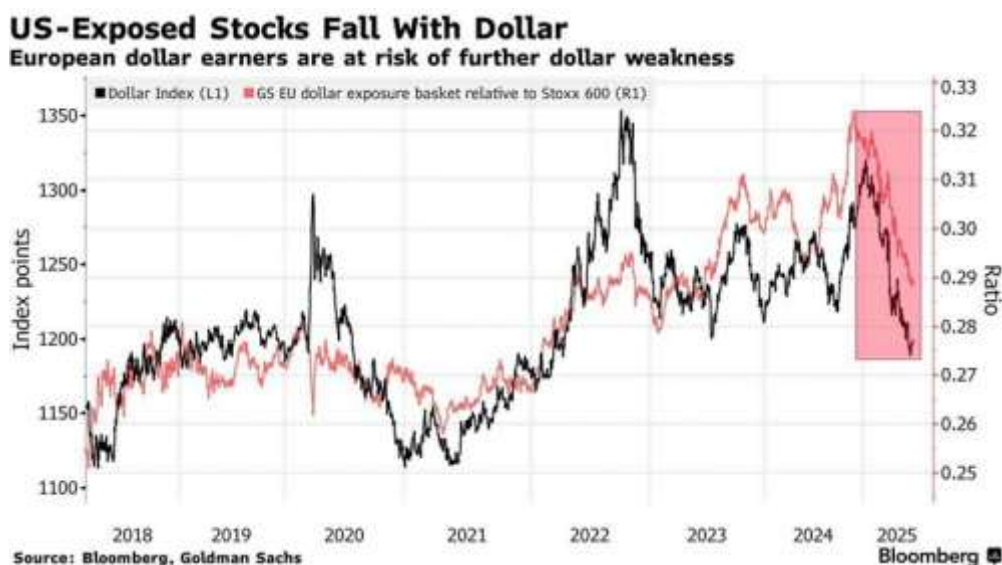


Grafico: 2

Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs

Secondo Bloomberg e Goldman Sachs, esiste una relazione solida: quando il dollaro USA si indebolisce, le società europee con forte esposizione al biglietto verde tendono a sottoperformare. E i mercati sembrano già scontare questa dinamica.

Il motivo è semplice: con un dollaro più debole, i ricavi generati in USD valgono meno una volta convertiti in euro, comprimendo i margini delle multinazionali europee. Il grafico mostra chiaramente che il paniere di titoli europei con alta esposizione al dollaro si muove in sincronia con l'indice del dollaro.

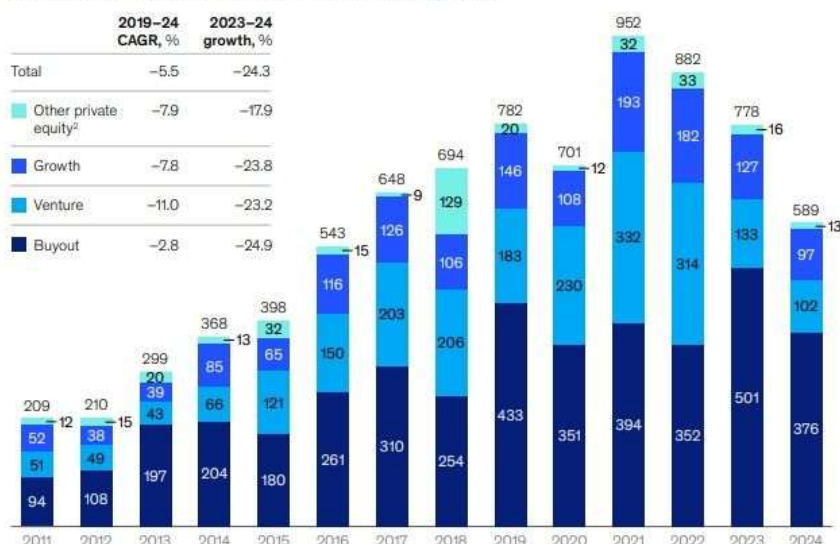
Il recente calo di quest'ultimo potrebbe dunque segnalare nuove pressioni sui titoli europei esposti agli Stati Uniti, in particolare nel settore industriale e dei beni di consumo. Per gli investitori, non è solo questione di cambio: è un tema di profittabilità.

Private equity in frenata: -24% la raccolta nel 2024

Le società UE esposte al dollaro rischiano di soffrire ancora

Buyout, venture, and growth fundraising fell 24 percent in 2024 after a 12 percent drop in 2023.

Global private equity fundraising, by subasset class, \$ billion¹



Note: Figures may not sum to totals, because of rounding.

¹Excludes secondaries, funds of funds, and co-investment vehicles.

²Includes turnaround equity, private investment in private equity, balanced funds, hybrid funds, and funds with unspecified strategy.

Source: Preqin

Grafico: 3

Fonte: McKinsey, Andrew Sarna

Il fundraising globale nel private equity ha subito un netto rallentamento nel 2024, registrando un calo del 24% rispetto all'anno precedente. La frenata si inserisce in un contesto già debole, con un altro -12% nel 2023. Secondo McKinsey, la contrazione ha colpito in modo marcato le strategie più rischiose e orientate alla crescita, come il venture capital e il growth equity.

Il calo riflette la crescente cautela degli investitori, preoccupati per l'instabilità macroeconomica, l'elevato costo del capitale e l'incertezza sui rendimenti futuri. I capitali raccolti per il venture, ad esempio, si sono dimezzati rispetto ai picchi del 2021.

In controtendenza, il segmento buyout mostra maggiore resilienza: pur con qualche flessione, la raccolta è rimasta vicina alla media degli ultimi cinque anni. Gli investitori sembrano continuare a premiare strategie con un profilo di rischio più equilibrato.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Tutti i segnali puntano a una correzione imminente

Tutti i principali indicatori di BofA puntano a un imminente rischio di correzione

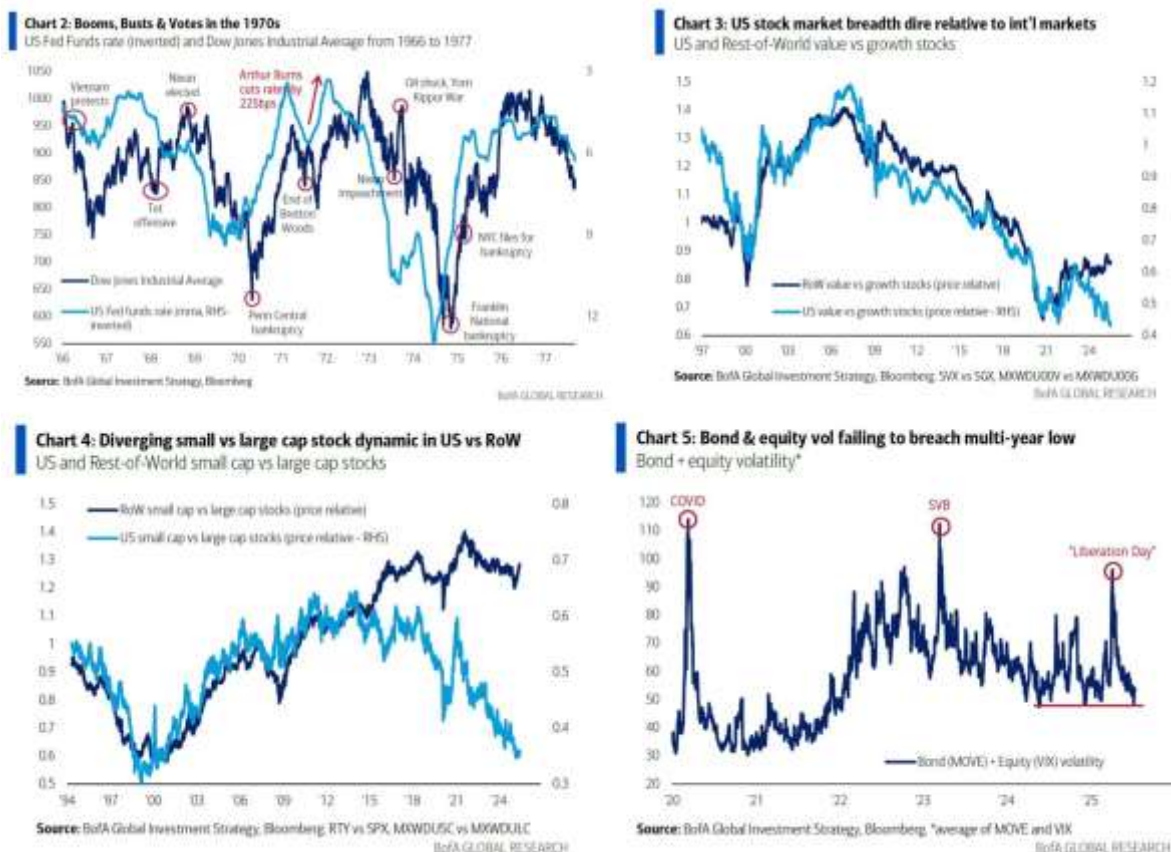


Grafico: 4

Fonte: Michael Hartnett (BofA), ZeroHedge

Secondo Michael Hartnett di Bank of America, i principali segnali proprietari di trading della banca si sono ufficialmente attivati sul lato "sell". Tre i campanelli d'allarme: la regola sulla liquidità (FMS Cash Rule), la regola sull'ampiezza di mercato (Global Breadth Rule) e quella sui flussi globali (Global Flow Rule).

Nel dettaglio:

- **FMS Cash Rule:** la liquidità nei portafogli (3,9% degli AUM) è scesa sotto la soglia di allerta, indicando un segnale di vendita. Storicamente, ciò ha portato a una perdita media dell'S&P 500 del 2%.
- **Global Breadth Rule:** solo il 64% degli indici MSCI ACWI è sopra le medie mobili a 50/200 giorni, contro l'80% dell'anno scorso e ben sotto l'88% necessario per evitare il segnale di sell.
- **Flow Trading Rule:** gli afflussi recenti in azioni globali e obbligazioni high yield sono scesi allo 0,9% degli AUM, contro l'1,0% della scorsa settimana – altro segnale negativo.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Hartnett invita a osservare più le obbligazioni che le azioni per anticipare una potenziale correzione: “I ribassisti colpiscono i bond, i rialzisti le azioni”. Finché i rendimenti obbligazionari trentennali non romperanno i massimi recenti (USA 5,1%, UK 5,6%, Giappone 3,2%) e il MOVE Index resterà sotto quota 100, il mercato resterà esposto al rischio. Ma una volta superate queste soglie, il sentiment potrebbe virare rapidamente verso l'avversione al rischio.

Un altro segnale d'allarme arriva dall'**ampiezza del mercato**: i principali indici azionari USA sono sui massimi, ma l'ampiezza è ai minimi di decenni. L'indice SPW/SPX è ai livelli più bassi in 22 anni, il rapporto RTY/SPX sfiora i minimi da 25 anni, e il valore vs crescita è al livello più depresso da 30 anni. Secondo Hartnett, questo disallineamento implica o un rallentamento imminente dell'economia USA o un eccesso di euforia sui mercati.

Al contrario, fuori dagli Stati Uniti, i mercati mostrano segnali più sani: i titoli **value** e le **small cap** stanno sovraperformando, in un contesto di sentiment meno estremo.

Infine, Hartnett non esclude un rischio politico: il confronto sempre più acceso tra Donald Trump e Jerome Powell ricorda dinamiche già viste. Come nel 1971, quando Nixon impose la “Nuova Politica Economica” e forzò tagli aggressivi dei tassi da parte della Fed. Allora, seguì un rally dell'S&P 500 (+11%) a fronte di un crollo del dollaro (-8%) nel periodo pre-elettorale.

L'Arabia Saudita fa i conti con la realtà

Spese fuori controllo costringono Riad a rivedere i suoi megaprogetti

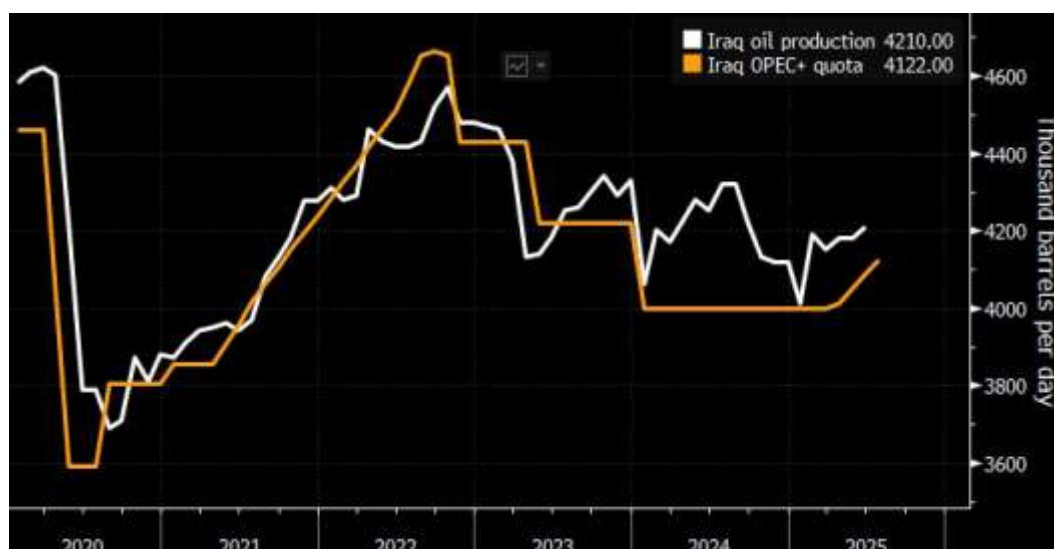


Grafico: 5

Fonte: Ziad Daoud, Bloomberg

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'Arabia Saudita, motore della trasformazione economica del Golfo, è costretta a rallentare. Secondo quanto riportato da Bloomberg, il governo sta chiedendo ai consulenti di riesaminare la fattibilità di alcuni dei suoi progetti più ambiziosi, tra cui NEOM, la mega-città futuristica destinata a simboleggiare il volto nuovo del Paese. Si valuta persino la possibilità di tagli al personale e agli stipendi collegati al progetto, a conferma delle crescenti pressioni fiscali.

Il motivo? Le spese hanno superato le capacità finanziarie dello Stato, nonostante l'impulso dato dai prezzi elevati del petrolio negli ultimi anni. Riad ha speso enormi risorse nel tentativo di diversificare l'economia e ridurre la dipendenza dagli idrocarburi, ma la realtà dei numeri inizia a pesare. Con una produzione di petrolio contenuta dagli accordi OPEC+ e un deficit in aumento, l'Arabia Saudita si trova costretta a fare marcia indietro su alcune promesse ambiziose.

Il segnale è chiaro: anche per chi siede sul petrolio, l'equilibrio tra crescita e sostenibilità fiscale non è scontato. E se Riad inizia a stringere la cinghia, l'impatto si sentirà ben oltre i confini del deserto.

USA, via libera al GENIUS Act sulle stablecoin

Tether resta leader mentre gli Stati Uniti ufficializzano il quadro normativo del settore



Immagine 1

Donald Trump ha firmato il GENIUS Act, la prima vera legge statunitense sulle criptovalute e in particolare sulle stablecoin. È un passo storico che segna l'ingresso formale degli Stati Uniti nel regolamentare questo mercato

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

chiave, con implicazioni fortemente rialziste per USDT, l'asset emesso da Tether, che domina il settore con una capitalizzazione di 162 miliardi di dollari su un totale di 260 miliardi (oltre il 60%).

Il GENIUS Act definisce un quadro chiaro e strutturato:

1. Le stablecoin devono essere interamente garantite da asset liquidi USA, come contanti, T-bills e fondi monetari.
2. È prevista una doppia supervisione federale e statale, con regole offshore trasparenti.
3. Non sono consentiti rendimenti o prodotti assimilabili a servizi bancari.
4. È obbligatoria la pubblicazione mensile delle riserve con audit esterni.
5. Vengono introdotte tutele fallimentari a protezione degli utenti.

Tether è già in larga parte conforme: l'80-90% delle sue riserve è in asset idonei secondo queste regole. E anche per le componenti come oro e bitcoin, è previsto un meccanismo di "comparabilità" per operatori esteri, che garantirà la continuità di USDT come leader globale del settore.

È importante capire però che le stablecoin non servono principalmente per i pagamenti al dettaglio o le rimesse – sono solo effetti collaterali. Il loro vero scopo è la liquidità: le stablecoin alimentano oltre un trilione di dollari al mese di volume nei mercati crypto, fungendo da strumento per il bilanciamento dei portafogli, la copertura del rischio, l'arbitraggio e il movimento efficiente di capitale.

Per fare un paragone, il mercato valutario (FX) muove 7,5 trilioni al giorno. Con un PIL globale di 106 trilioni, l'FX gira sull'intera economia mondiale ogni due settimane. Le stablecoin, secondo le stime, si stanno dirigendo verso i 10 trilioni al mese. E continueranno a essere usate per il 90%+ da operatori professionali, non da utenti retail.

Nel frattempo, Tether è diventato uno dei principali acquirenti di debito pubblico USA. Se fosse uno Stato sovrano, sarebbe il 18° maggiore detentore di Treasury statunitensi. È anche per questo che le autorità americane non ostacolano il suo operato: Tether è ormai parte integrante del sistema finanziario globale.

Le fintech tradizionali come Stripe, PayPal o Revolut non sostituiranno Tether. Al contrario, inizieranno a costruire le proprie infrastrutture di pagamento direttamente su stablecoin, aggirando i circuiti tradizionali delle carte. Altro che "pagare il caffè in crypto": si tratta di ridefinire la struttura della liquidità globale.

Con il GENIUS Act, gli Stati Uniti hanno preso una posizione netta: dare una casa regolamentata alle stablecoin. Insieme agli Emirati Arabi Uniti, si posizionano come hub leader in questa nuova infrastruttura finanziaria. Il resto del mondo, ora, deve rincorrere.

Fonte: Anton Golub

Retail batte hedge fund

Il divario tocca i massimi dal 2024

Retail Investors absolutely smashing hedge funds by the biggest margin since early 2024

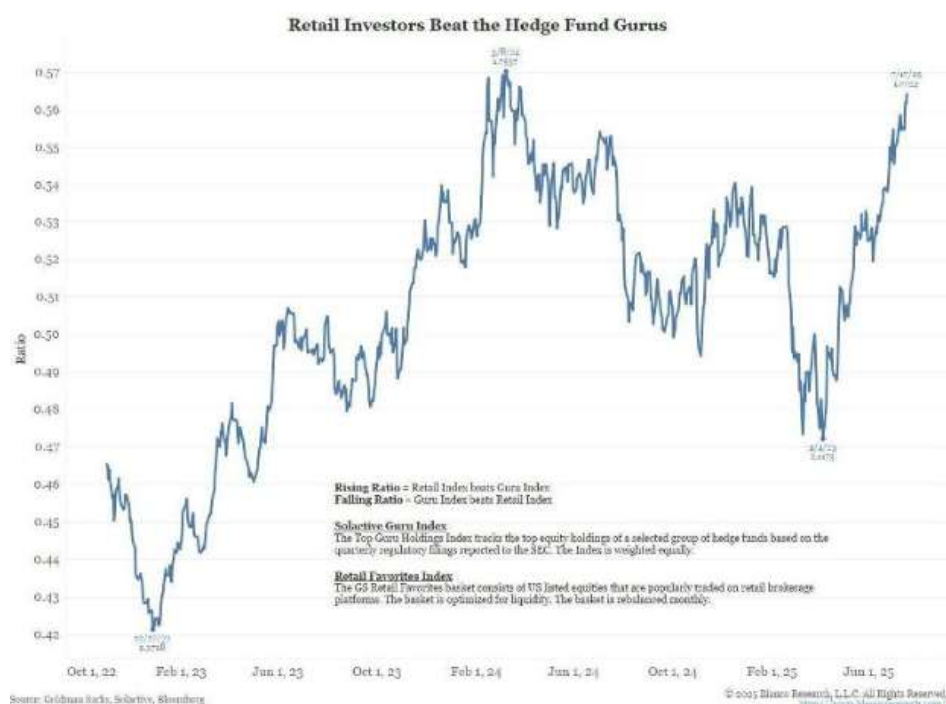


Grafico: 6

Fonte: Goldman Sachs, Bloomberg

Gli investitori al dettaglio stanno registrando performance nettamente superiori a quelle dei grandi hedge fund, con un margine che non si vedeva da inizio 2024. Il grafico mostra l'andamento dell'indice dei "retail favorites" rispetto al "guru index", che replica le partecipazioni azionarie dei principali hedge fund. Un rapporto in crescita indica che le scelte dei piccoli risparmiatori stanno sovraperformando quelle dei professionisti.

L'impennata evidenza come l'attività retail – spesso considerata meno razionale – stia invece intercettando i temi di mercato con più efficacia dei grandi gestori. Un segnale che merita attenzione in un contesto di mercati ai massimi storici, in cui le narrazioni mainstream potrebbero risultare meno efficaci.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Mercati in sintesi

S&P 500 e Nasdaq ai massimi storici, trainati da utili solidi e dati macro positivi



Immagine 2

I mercati azionari statunitensi hanno vissuto una settimana brillante, con l'S&P 500 e il Nasdaq Composite che hanno toccato nuovi massimi storici. Il rally è stato sostenuto da risultati aziendali sopra le attese e da un contesto macroeconomico sorprendentemente favorevole. Anche il Russell 2000 ha chiuso in positivo, mentre Dow Jones e S&P Midcap 400 hanno mostrato una lieve debolezza.

Sul fronte dei dati, l'inflazione resta sotto controllo: sia l'IPC che l'IPP di giugno sono risultati contenuti, senza segnali di pressioni dai dazi. Le vendite al dettaglio core sono aumentate dello 0,5% su base mensile e la produzione industriale ha segnato un +0,3%, confermando la resilienza dell'economia americana.

A sorprendere è stato anche il sentiment delle imprese: l'indice della Fed di Philadelphia è passato da -4,0 a +15,9 in un solo mese.

Sul mercato obbligazionario, i rendimenti dei titoli a lungo termine sono saliti per la terza settimana consecutiva, mentre quelli a breve sono calati, complici le voci su un possibile addio di Powell alla guida della Fed.

Anche sul fronte valutario e delle materie prime si registrano movimenti interessanti: il dollaro ha proseguito il suo rally, mentre oro, palladio e platino hanno segnato nuovi rialzi. Il palladio è ai massimi da giugno 2023 e il platino ha raggiunto livelli che non si vedevano dal 2014.

Infine, il mondo crypto continua a crescere: la capitalizzazione complessiva ha superato per la prima volta i 4 trilioni di dollari. Mentre Bitcoin ha ritracciato dopo i nuovi massimi, Ethereum ha guadagnato oltre il 20% in una settimana.

Fonte: Charles-Henry Monchau

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Valutazioni elevate e segnali di rischio

Il P/E Shiller dello S&P 500 sfiora il record

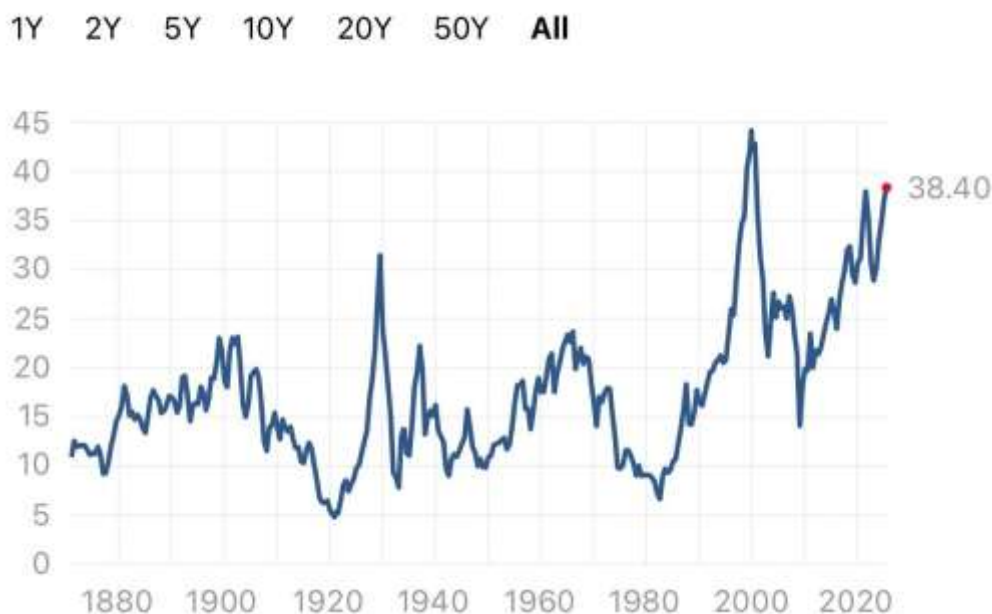


Grafico: 7

Fonte: Morningstar

I segnali di euforia nei mercati azionari americani si moltiplicano. Il P/E Shiller dello S&P 500 – un indicatore che tiene conto degli utili medi aggiustati per l'inflazione su 10 anni – ha raggiunto quota 38,4, il secondo livello più alto nella storia dopo il picco della bolla dot-com a inizio anni 2000.

Nel frattempo, alcuni titoli mostrano valutazioni estreme: Netflix scambia a un price/earnings di 58, mentre Ally Financial, attiva nei prestiti, quota a 65 volte gli utili. Anche i livelli di indebitamento preoccupano: Western Alliance (\$WAL) ha un debito di 6,1 miliardi di dollari.

L'euforia si riflette dunque in multipli elevati, rischi di leva finanziaria e un contesto che, pur ancora supportato da utili solidi e crescita, presenta vulnerabilità in caso di shock macro o inversioni di sentiment. La distanza dal record assoluto (39x) sullo Shiller P/E è minima, e richiama alla prudenza.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Oro ai massimi, argento si prepara al decollo

Con l'oro sopra i 3.300 \$, l'argento mostra segnali tecnici di breakout

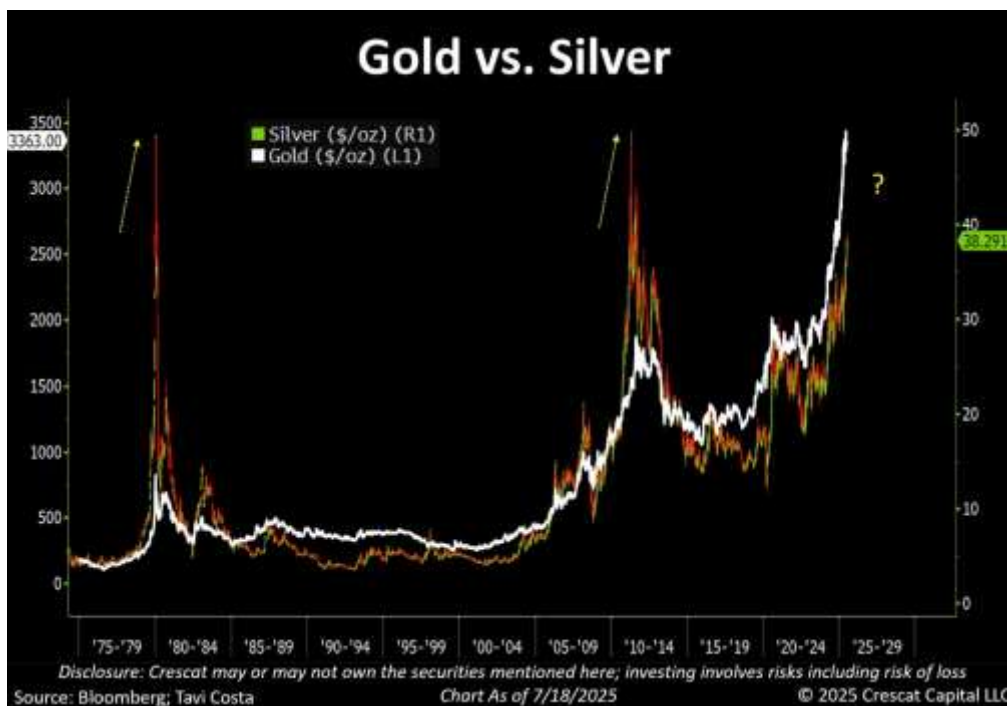


Grafico: 8

Fonte: Bloomberg; Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Storicamente, quando l'oro prende il volo, l'argento segue con movimenti ancora più esplosivi. Con le quotazioni dell'oro che hanno superato quota 3.300 dollari, l'attenzione si sposta ora sull'altro metallo prezioso: l'argento, spesso considerato "l'oro dei poveri", sta dando segnali tecnici molto interessanti.

Come mostra il grafico, l'argento ha disegnato negli ultimi anni una delle più lunghe configurazioni a "cup with handle" mai registrate. Si tratta di una figura tecnica che spesso anticipa fasi di forte rialzo.

Se la storia si ripete, potremmo assistere a un'accelerazione significativa dei prezzi dell'argento, anche grazie al contesto macro favorevole: incertezza geopolitica, rialzo dell'oro e domanda industriale crescente. Il rapporto oro/argento potrebbe presto iniziare a chiudere il gap.

Il segnale chiave da monitorare sarà un breakout deciso sopra i 40 \$/oz: a quel punto, l'argento potrebbe iniziare a brillare davvero.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Azioni in rally, dollaro in calo

S&P 500 spinto dalla FOMO, ma il mercato valutario resta cauto

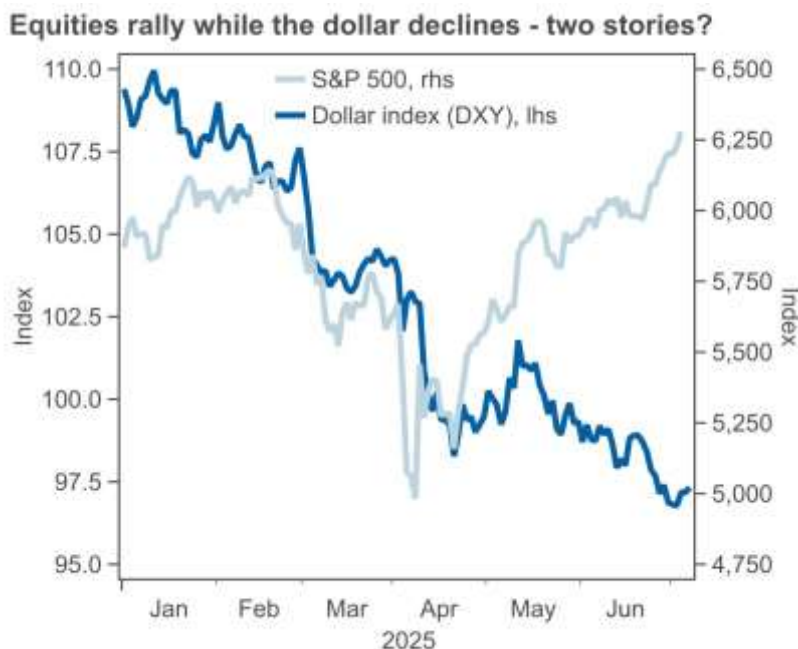


Grafico: 9

Fonte: Tommy Von Bromsen

Mentre l'indice S&P 500 ha guadagnato oltre il 25% dai minimi post-"Giorno della Liberazione" di Trump, il dollaro USA continua a indebolirsi. Questo apparente paradosso solleva una domanda cruciale: azioni e valute stanno raccontando due storie diverse?

In realtà, il mercato azionario sembra dominato dalla FOMO (fear of missing out), mentre il FX mantiene un atteggiamento più prudente. La debolezza del dollaro riflette le incertezze legate all'effetto dei dazi sull'inflazione e sulla crescita globale, elementi che i mercati valutari osservano con attenzione. Gli Stati Uniti, più esposti sul fronte inflattivo, sembrano più vulnerabili nel breve periodo.

Tuttavia, i rischi temuti non si sono ancora concretizzati. L'inflazione ha sorpreso al ribasso, il mercato del lavoro è solido e la crescita resta resiliente. Questi dati giustificano il rally azionario. Ma se davvero fosse tutto rose e fiori, ci si aspetterebbe anche un rimbalzo del dollaro. E invece no.

La spiegazione? Nel mercato valutario non c'è FOMO. Le valute non salgono per "paura di restare indietro": è un gioco a somma zero. Per ora, chi opera sul FX può aspettare segnali più chiari. E questo potrebbe indicare che è proprio il mercato valutario ad avere la visione più lucida.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Inflazione, grande ritorno?

Le aspettative sui prezzi ai massimi da 3 anni



Grafico: 10

Fonte: Bloomberg; Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Le aspettative di inflazione stanno risalendo e si avvicinano ai livelli più alti degli ultimi tre anni. I mercati, avverte Tavi Costa, non stanno ignorando il rischio di una nuova fiammata inflattiva, anzi: sembrano già scontarla.

Mentre si discute se i dazi imposti possano essere inflazionistici o deflazionistici, ci sono segnali più concreti da osservare. In primis, l'offerta di moneta che continua a crescere, segno che la liquidità nel sistema resta abbondante. A ciò si aggiunge un contesto politico turbolento, con un possibile "presidente ombra" che potrebbe condizionare le scelte della Fed.

Anche le materie prime sono tornate a salire con decisione, così come il dollaro USA sembra indirizzato verso una delle sue performance peggiori dagli anni '70. Infine, un nuovo stimolo fiscale – il cosiddetto "Big Beautiful Bill" – è già in discussione, con possibili effetti espansivi sull'economia.

La combinazione di questi fattori potrebbe alimentare una nuova ondata inflattiva, e secondo Costa questa fase è già iniziata. I mercati, nel dubbio, sembrano prepararsi: i tassi breakeven a 10 anni hanno rotto al rialzo la trendline discendente e puntano ora decisamente più in alto.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli insider stanno vendendo a raffica

Smart money in fuga: i top manager liquidano azioni in modo massiccio



Grafico: 11

Fonte: Ryan Lemand, PhD

Negli ultimi 60 giorni si è verificata un'ondata di vendite da parte degli insider – dirigenti, amministratori e principali azionisti – di proporzioni sorprendenti. I dati tracciati sul trading interno delle aziende mostrano una netta predominanza di vendite, con le barre rosse che dominano il grafico e pochissime sessioni con acquisti netti.

Questo comportamento da parte di chi conosce meglio di tutti la propria azienda lancia un chiaro segnale di allerta. Non si tratta di un evento isolato o di breve durata: il modello è esteso e persistente, difficile da ignorare. E, in passato, simili pattern si sono spesso verificati prima di correzioni di mercato o inversioni significative.

Il “buying” è ai minimi, quasi assente. Questo squilibrio tra vendite e acquisti da parte degli insider è considerato da molti analisti come uno dei segnali più affidabili per anticipare movimenti futuri del mercato. Anche se non sempre comporta un crollo immediato, è una spia che si accende nei momenti di tensione.

In un contesto in cui l'incertezza geopolitica e monetaria è elevata, seguire lo smart money – e quindi ciò che fanno gli insider – può offrire una bussola. La domanda è: cosa sanno loro che noi non sappiamo?

La nuova era dei mercati privati

Sempre più valore si genera prima dell'IPO, lontano dalle Borse

Private Markets Capture 50% More of the Value in the First 10 Years of Promising Companies' Life-Cycle

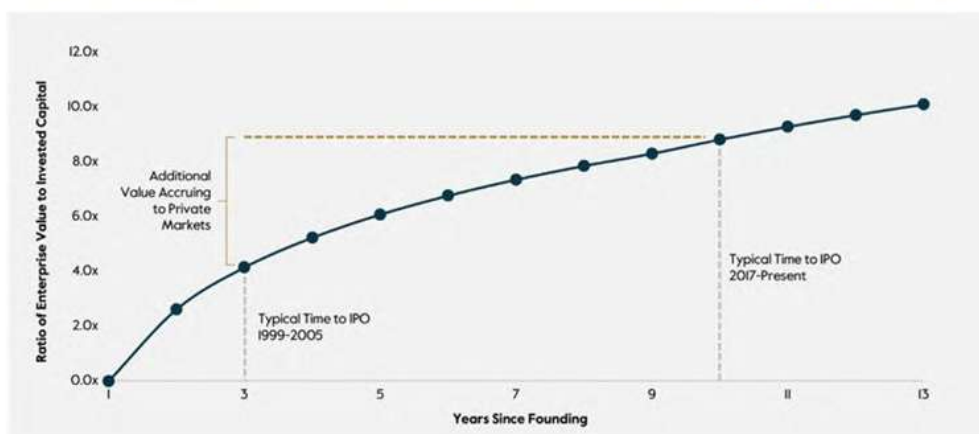


Grafico: 12

Fonte: David Haarmeyer

La crescente tendenza delle aziende a restare private ha trasformato la struttura del mercato azionario. Oggi, molte imprese scelgono di ritardare l'ingresso in Borsa, cambiando radicalmente il panorama finanziario. La tipica società quotata è ora più vecchia di oltre il 50% rispetto a vent'anni fa e tre volte più grande in termini reali.

Questo cambiamento ha spostato gran parte della creazione di valore nei primi anni di vita di un'impresa verso i mercati privati. Le aziende che un tempo avrebbero effettuato un'IPO entro 5 o 6 anni dalla fondazione, oggi aspettano il doppio. In questo periodo, i titoli "growth" più promettenti finiscono nei portafogli di private equity e venture capital, lasciando agli investitori pubblici solo una fetta ridotta del potenziale di crescita.

Il grafico mostra chiaramente come i mercati privati catturino oggi fino al 50% in più del valore generato nei primi dieci anni rispetto al passato. Questa dinamica sta ridefinendo le opportunità d'investimento, ponendo il mondo privato sempre più al centro della scena finanziaria globale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'allarme di Allianz sulla Germania

Il CEO Oliver Bäte avverte su Big Tech e squilibri strutturali nel welfare tedesco



Immagine 3

Oliver Bäte, amministratore delegato di Allianz, ha lanciato un doppio allarme che colpisce al cuore due pilastri della Germania contemporanea: la sostenibilità del sistema di welfare e la razionalità dei mercati finanziari. In una recente intervista riportata dal *Financial Times*, Bäte ha dichiarato che la Germania rischia di diventare il “malato d’Europa” se non affronta urgentemente le sue rigidità strutturali e l’eccessiva spesa pubblica. Secondo il CEO, l’attuale traiettoria porterà al collasso del sistema previdenziale e sanitario nel giro di dieci anni, a causa dell’invecchiamento demografico e della scarsa crescita economica.

Parallelamente, Bäte ha puntato il dito contro le valutazioni esorbitanti delle Big Tech, mettendo in dubbio che aziende come Nvidia o Tesla possano valere davvero 4 trilioni di dollari. Senza fornire raccomandazioni d’investimento, ha espresso scetticismo verso il crescente entusiasmo dei mercati, definendolo una forma di euforia che potrebbe costare cara agli investitori.

Il messaggio è chiaro: mentre gli operatori di mercato si affollano sui titoli ad alta capitalizzazione e le politiche pubbliche rinviando da anni riforme cruciali, la Germania rischia un lento slittamento verso un equilibrio sempre più precario. Il gap crescente tra spesa sociale e PIL potrebbe esplodere se non verranno adottati correttivi rapidi, tra cui un ridisegno del sistema di welfare e un piano industriale che rilanci la produttività. Secondo Bäte, serve “più rigore e meno compiacenza”, sia nei bilanci pubblici sia nei portafogli degli investitori.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

PPI in calo sotto le attese: segnali da non ignorare

L'inflazione alla produzione scende ai minimi da settembre 2024



Grafico: 13

Fonte: Bloomberg

Il Producer Price Index (PPI) statunitense di giugno ha sorpreso i mercati al ribasso, segnando un incremento annuo del 2,3%, ben al di sotto delle attese del 2,5% e rappresentando il livello più basso dal settembre 2024. Ancora più rilevante, il dato core—che esclude cibo ed energia—è salito solo del 2,6% rispetto a un consenso del 2,7%.

Questi numeri arrivano in un momento politicamente teso, con indiscrezioni su un possibile licenziamento di Jerome Powell da parte di Trump. Le implicazioni sono molteplici: se nel 2024 un simile rallentamento del PPI fu seguito da un taglio dei tassi di 50 punti base da parte della Federal Reserve, non è da escludere che il dato attuale possa indurre la banca centrale a un nuovo intervento espansivo, specie in vista delle elezioni presidenziali.

L'inflazione alla produzione è un indicatore anticipatore dei prezzi al consumo e la sua debolezza, in questo contesto, è vista con favore dai mercati azionari. Tuttavia, potrebbe anche suggerire un raffreddamento della domanda, alimentando i timori di un ciclo economico in decelerazione.

Con la curva dei rendimenti ancora volatile e l'incertezza politica in aumento, il dato odierno del PPI si inserisce in un quadro macro complesso, dove ogni segnale viene analizzato con estrema attenzione. Se la storia recente offre indicazioni, la probabilità di una mossa della Fed nelle prossime settimane è ora significativamente aumentata.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La Germania si riarma

Berlino punta a diventare la prima potenza militare europea entro il 2030



Immagine 4

La Germania ha avviato un piano di riarmo senza precedenti: un aumento del 70% delle spese militari entro il 2029, con un budget annuo destinato alla Difesa che raggiungerà i 162 miliardi di euro. L'obiettivo è chiaro: costruire le forze armate più potenti d'Europa entro il 2030. Un tale sforzo, che va ben oltre gli impegni NATO, rappresenta una cesura netta con la tradizionale politica di austerità tedesca e riafferma Berlino come attore centrale nella geopolitica europea.

Il cancelliere Friedrich Merz ha abbracciato un approccio "all-in", lanciando un piano di investimenti strategici che supera, in termini assoluti, persino gli ambiziosi programmi di Francia e Polonia. Ma riarmarsi non significa semplicemente spendere di più: il progetto è parte di una "svolta epocale" che punta a rilanciare anche l'industria nazionale, indebolita da anni di crisi energetiche, produttive e inflattive.

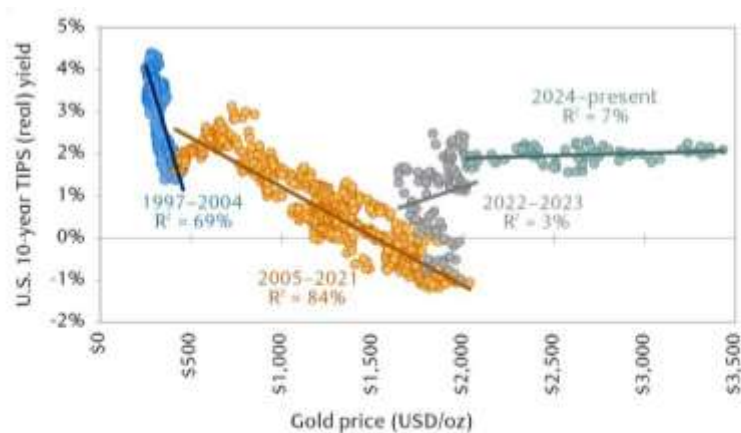
La Germania sta così riscoprendo una forma di keynesismo militare, mobilitando la spesa pubblica per riconvertire il proprio tessuto industriale. Tuttavia, le sfide sono molte: ottenere forniture stabili di acciaio, risolvere il deficit di manodopera e garantire liquidità alle imprese della difesa.

Oggi i finanziamenti ci sono, i progetti sono stati messi nero su bianco, ma serve una piena industrializzazione per trasformare l'ambizione in capacità effettiva. In un'Europa sempre più esposta a rischi geopolitici, la Germania sta tracciando una nuova traiettoria: più muscolare, più strategica e sempre meno dipendente dalla logica della moderazione.

Fonte: Insideover

Oro e tassi reali

Dal 2022 è sparita la storica correlazione inversa



Nota: R^2 indica il coefficiente di determinazione, una misura statistica della misura in cui le variazioni dei prezzi dell'oro possono essere spiegate dalle variazioni dei tassi di interesse reali in questa analisi.

Grafico: 13

Fonte: RBC Wealth Management, Bloomberg

Il prezzo dell'oro continua a salire, suscitando crescente interesse tra gli investitori. Eppure, il suo comportamento recente sta mettendo in crisi uno dei presunti dogmi finanziari più radicati: la correlazione inversa con i tassi d'interesse reali. Per decenni si è dato per assodato che, al salire dei tassi reali, l'oro dovesse perdere valore, e viceversa. Ma qualcosa è cambiato.

Dal 2022, come mostra il grafico, il legame statistico tra oro e tassi reali si è praticamente dissolto. Se tra il 1997 e il 2021 la correlazione era ancora forte (con coefficienti R^2 superiori al 70%), oggi risulta trascurabile: solo il 3% delle variazioni dell'oro è spiegato dai movimenti dei tassi reali.

Questa rottura invita a riflettere: né le correlazioni né le decorrelazioni sono leggi immutabili. I mercati evolvono, e i fattori dominanti cambiano. Che si tratti di crisi geopolitiche, sfiducia verso la moneta fiat o dinamiche di domanda e offerta fisica, l'oro sta oggi reagendo a variabili differenti.

Al di là delle considerazioni tattiche sull'allocazione di portafoglio, il messaggio è chiaro: affidarsi a relazioni storiche come se fossero leggi fisiche può essere fuorviante. Il comportamento dell'oro, una volta ancora, ricorda agli investitori che nel lungo periodo, anche le regole non scritte del mercato possono cambiare.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Come la Fed crea liquidità con il QE

Perché le banche comprano più obbligazioni quando la banca centrale inietta riserve

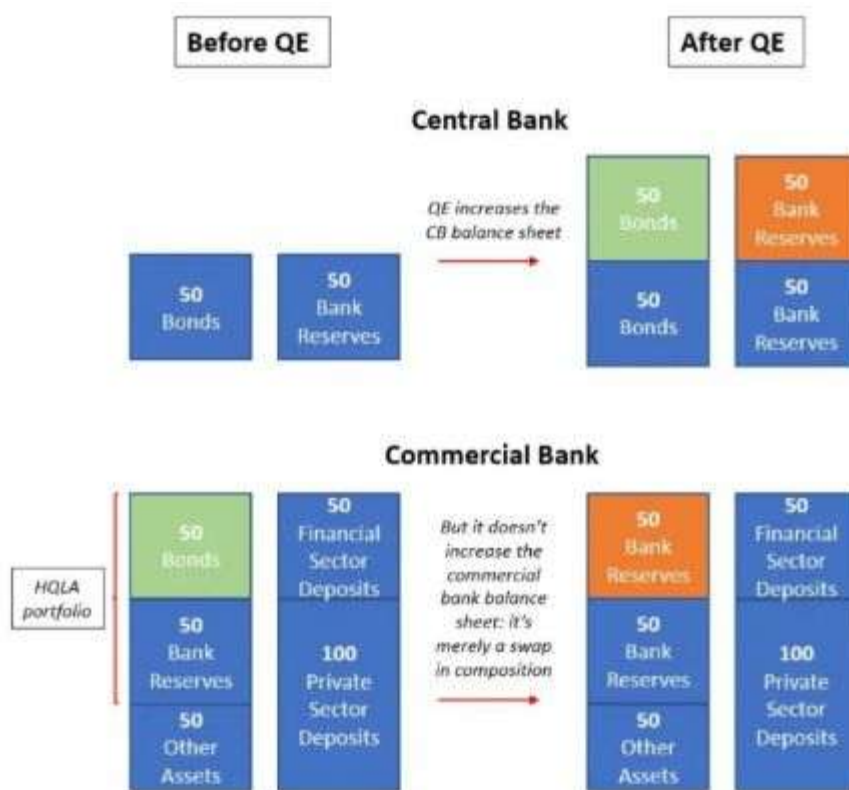


Immagine 5

Qualche settimana fa, quando i rendimenti dei Treasury a 30 anni hanno brevemente sfiorato il 5%, Susan Collins della Fed ha dichiarato che l'istituto è "assolutamente pronto a stabilizzare i mercati". Ma cosa significa, esattamente, "stabilizzare i mercati"? E in che modo la Fed potrebbe farlo?

La risposta sta in un'operazione nota come QE, ovvero Quantitative Easing – o più tecnicamente LSAP, Large Scale Asset Purchase. Si tratta di un programma attraverso cui la banca centrale acquista titoli obbligazionari (spesso governativi) dai mercati, creando al contempo nuove riserve bancarie. È qui che entra in gioco il concetto chiave di "liquidità".

Dal punto di vista della banca centrale, come mostra il grafico, il QE espande il bilancio: i titoli acquistati si sommano agli attivi, mentre le nuove riserve bancarie si sommano alle passività. Dal punto di vista delle banche commerciali, però, il bilancio non cresce: si verifica semplicemente uno swap di attività. Le banche cedono obbligazioni e ricevono riserve bancarie, considerate meno redditizie.

Questo passaggio non è neutro. Dopo la crisi del 2008, le regole di vigilanza hanno imposto alle banche di detenere una certa quota di HQLA (High Quality Liquid Assets), categoria che include sia le obbligazioni governative sia le riserve bancarie. Ma le banche non sono indifferenti tra queste due forme: le obbligazioni offrono rendimenti e duration, le riserve no. Di conseguenza, se si ritrovano cariche di riserve non ottimali, tenderanno a volerle riconvertire in obbligazioni.

È qui che entra in gioco l'effetto di ribilanciamento del portafoglio. Le banche, sovrappesate in riserve, ricominciano ad acquistare titoli, cercando di ottimizzare composizione, rendimento e rischio del loro attivo. In questo processo, comprimono la volatilità e gli spread, dando il via a una dinamica pro-rischio che coinvolge anche investitori istituzionali, asset manager e operatori di credito.

In sintesi:

1. La banca centrale amplia il proprio bilancio acquistando obbligazioni.
2. Le banche commerciali ricevono riserve bancarie in cambio delle obbligazioni cedute.
3. Le riserve non sono ideali da detenere in eccesso: generano poco rendimento e zero duration.
4. Le banche ribilanciano acquistando obbligazioni, comprimendo rendimenti e spread.
5. Gli investitori, spinti da bassi rendimenti, sono incentivati ad assumere più rischio.

Questo meccanismo, ormai ben noto, potrebbe tornare d'attualità se i rendimenti a lungo termine salissero in modo disordinato. Il QE non è solo un intervento monetario: è anche una strategia per influenzare il comportamento degli investitori, ricalibrando le preferenze di rischio dell'intero sistema finanziario.

Europa batte USA: inversione sui mercati

L'azionario europeo torna a sovraperformare dopo 15 anni

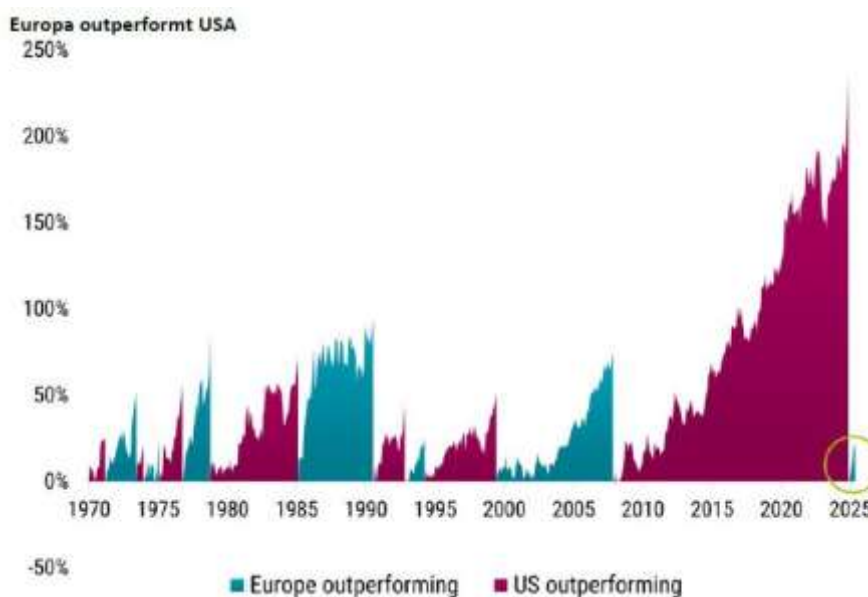


Grafico: 14

Fonte: Köhn & Kerkhoff

Per la prima volta dopo oltre 15 anni, l'Europa sta tornando sotto i riflettori degli investitori globali. Il grafico mostra una chiara inversione di tendenza: dal 2008 fino al 2024 le azioni statunitensi hanno costantemente sovraperformato quelle europee, alimentate dalla crescita tech, dalla leadership del dollaro e dalla supremazia economica USA. Ma il 2025 segna una discontinuità: l'Europa ha ricominciato a sovraperformare.

Secondo l'ultima indagine di Bank of America, gli investitori internazionali stanno riducendo l'esposizione agli Stati Uniti – ormai considerati costosi e saturi – e aumentando quella verso l'Europa, dove si percepiscono multipli più convenienti, un ciclo economico in recupero e segnali di rafforzamento industriale, anche grazie alla transizione energetica e alla spinta alla difesa.

Il grafico illustra come, storicamente, le fasi di outperformance europea non siano state eventi isolati, ma trend sostenuti nel tempo (come negli anni '80 e nei primi anni 2000). Se la storia si ripetesse, la barra turchese – indicatrice della sovraperformance europea – potrebbe continuare a crescere.

L'Europa, spesso trascurata, potrebbe oggi rappresentare una nuova frontiera per la diversificazione geografica dei portafogli.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

DY-BY spread ai livelli pre-crisi

Torna la normalità dei mercati: niente più QE, rendimenti reali al centro

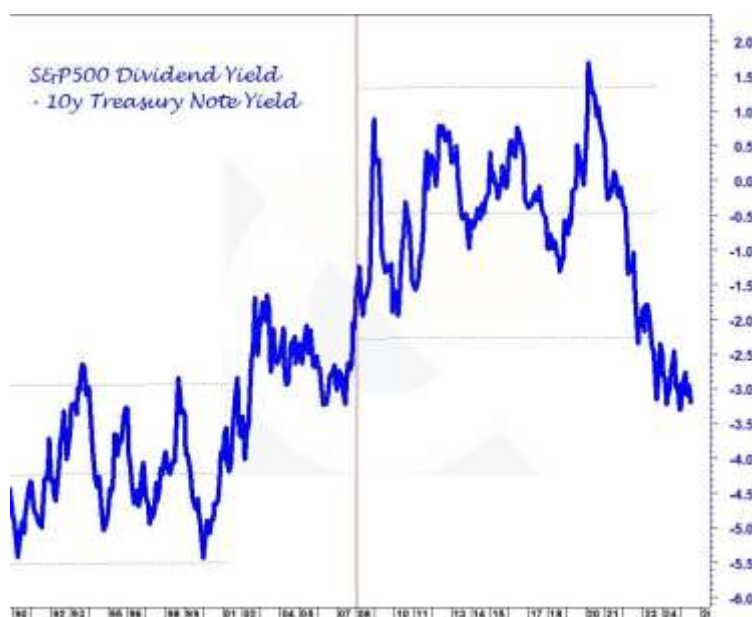


Grafico: 15

Fonte: Gaetano Evangelista

La differenza tra il dividend yield dello S&P500 e il rendimento del Treasury decennale ha raggiunto i -320 punti base, livelli che non si vedevano dal 2007, poco prima della Grande Crisi Finanziaria. Un dato che, letto in superficie, potrebbe suonare come un campanello d'allarme. Ma il contesto attuale è radicalmente diverso da quello del regime post-2008.

Dopo anni di deleveraging, inflazione bassa e interventi straordinari delle banche centrali, il Quantitative Easing è stato archiviato. Oggi ci troviamo in una fase di normalizzazione monetaria, dove la Fed non è più compratrice incondizionata di titoli e i detentori di obbligazioni sono sempre più attenti al prezzo. È un ritorno a mercati "price sensitive", dove le valutazioni si formano in modo più naturale.

Lo spread DY-BY, cioè il differenziale tra il rendimento da dividendi e quello dei titoli di Stato, si sta stabilizzando in un nuovo range compreso tra -300 e -550 punti base, coerente con una struttura più sostenibile dei mercati finanziari.

Questo aggiustamento può avvenire in tre modi:

1. Con l'aumento delle quotazioni azionarie, che riducono il dividend yield.
2. Con ulteriori rialzi dei rendimenti obbligazionari.
3. Con una combinazione di entrambi.

Il punto cruciale è che l'attuale spread è elevato rispetto al regime QE, ma normale rispetto alla storia pre-2008. Non segnala una fragilità imminente, bensì una transizione verso un nuovo equilibrio macro-finanziario.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Medio Oriente: centrale nell'energia globale

La regione fornisce ancora il 15% dei consumi mondiali

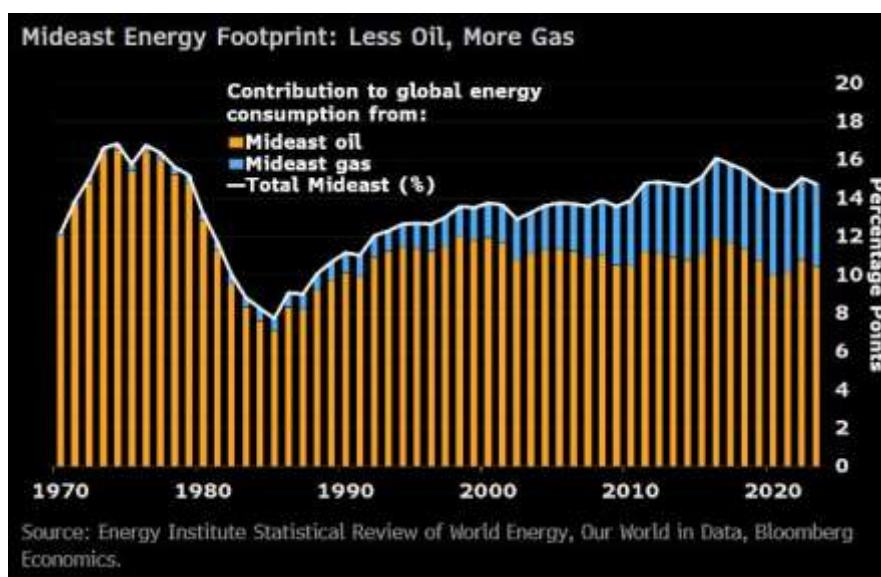


Grafico: 15

Fonte: Bloomberg Economics

Negli ultimi anni si è diffusa l'idea che la rivoluzione dello shale statunitense e l'ascesa delle energie rinnovabili stiano erodendo il predominio energetico del Medio Oriente. Tuttavia, i dati dimostrano che la regione mantiene ancora un ruolo strutturalmente dominante.

Secondo l'Energy Institute Statistical Review, il Medio Oriente soddisfa oggi circa il 15% del fabbisogno energetico globale, esattamente come negli anni '70. La composizione è leggermente cambiata: il gas naturale mediorientale ha guadagnato rilevanza, ma il petrolio continua a essere la principale fonte. La regione:

- produce circa un terzo del petrolio globale,
- fornisce un quinto del gas mondiale,
- e rimane un pilastro nella sicurezza energetica globale.

Nonostante l'aumento della produzione da fonti non convenzionali in Nord America e la crescita delle rinnovabili, la dipendenza globale dal Medio Oriente non è affatto finita. Il grafico mostra infatti come, pur con leggere oscillazioni, la quota mediorientale sul consumo globale sia rimasta stabile nel tempo, con un picco all'inizio degli anni 2000 e una lieve discesa recente compensata dall'aumento del gas.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'Italia rilancia la sua presenza in Africa

Investimenti per 5,5 miliardi in energia, digitale e sviluppo



Immagine 6

Mentre gli Stati Uniti riducono progressivamente il loro impegno nel continente africano, l'Italia rilancia con ambizione. Il nuovo Piano Mattei, voluto dalla premier Giorgia Meloni, punta a investire fino a 5,5 miliardi di euro in infrastrutture, energia, ambiente, digitale e istruzione in diversi Paesi africani, tra cui Angola, Etiopia, Costa d'Avorio, Mozambico, Repubblica Democratica del Congo e il Nord Africa.

Annunciato durante un vertice a Roma alla presenza della presidente della Commissione UE Ursula von der Leyen, il piano mira a essere una nuova architettura di cooperazione non più verticale ma tra pari, in cui l'Italia si propone come partner di sviluppo duraturo.

I primi 1,2 miliardi sono già stati stanziati: tra i progetti principali figurano:

- rafforzamento dei servizi sanitari in Costa d'Avorio,
- iniziative ambientali e universitarie in Etiopia,
- modernizzazione dei sistemi idrici nella RDC,
- cavo sottomarino Blue-Raman di Google e Sparkle per collegare l'Africa all'Asia,
- un AI Hub for Sustainable Development con Microsoft per sostenere startup africane.

L'elemento strategico più ambizioso è però il sostegno italiano al Corridoio di Lobito, già promosso da USA e UE, che collegherà il porto angolano con le ricchezze minerarie della RDC e dello Zambia, fino a estendersi con la ferrovia TAZARA verso l'oceano Indiano. L'obiettivo: favorire l'integrazione economica attraverso l'agroindustria, l'energia e l'economia digitale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il piano prende il nome da Enrico Mattei, fondatore di ENI, simbolo di un approccio paritario alle partnership energetiche con l'Africa. Non a caso, ENI prevede investimenti per 26 miliardi di dollari in Algeria, Libia, Egitto e Angola. Il fabbisogno energetico dell'Italia è chiaramente una delle motivazioni principali del piano, accanto al tentativo di governare i flussi migratori.

Come sottolineano Fattibene e Manservisi dell'Istituto Affari Internazionali, il Piano Mattei riporta l'Africa al centro della politica estera italiana in un mondo multipolare dove il continente è sempre più corteggiato da attori vecchi e nuovi. L'Italia punta ora a giocare un ruolo strategico, non solo economico, ma anche geopolitico.

Fonte: Edward DeMarco

Goldman Sachs rivede al rialzo l'S&P 500

L'indice potrebbe crescere del 10% entro metà 2026



Grafico: 15

Fonte: Goldman Sachs

Secondo l'ultimo aggiornamento di Goldman Sachs Research, le azioni statunitensi potrebbero avere un potenziale di rialzo maggiore rispetto alle precedenti previsioni. La banca d'investimento ha rivisto al rialzo il target per l'indice S&P 500, stimando un aumento del 10% nei prossimi 12 mesi, ovvero entro luglio 2026.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Due i principali driver alla base di questa revisione:

1. Tagli dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve più profondi del previsto;
2. Una resilienza degli utili societari, che si prevede continueranno a crescere in modo robusto nei prossimi trimestri.

Nel grafico allegato, Goldman mostra l'andamento dell'S&P 500 (linea rosa, asse sinistro) e degli utili per azione a quattro trimestri (linea blu, asse destro), con proiezioni evidenziate dalle linee tratteggiate. La traiettoria stimata per entrambi gli indicatori mostra un'accelerazione, alimentata da condizioni finanziarie più favorevoli e un ciclo degli utili ancora solido.

La visione positiva arriva in un momento in cui molti investitori temevano un rallentamento degli utili o un possibile effetto negativo da tassi troppo restrittivi. Al contrario, Goldman ritiene che l'allentamento monetario della Fed – unito alla solidità delle aziende USA – possa fornire nuova linfa al rally azionario.

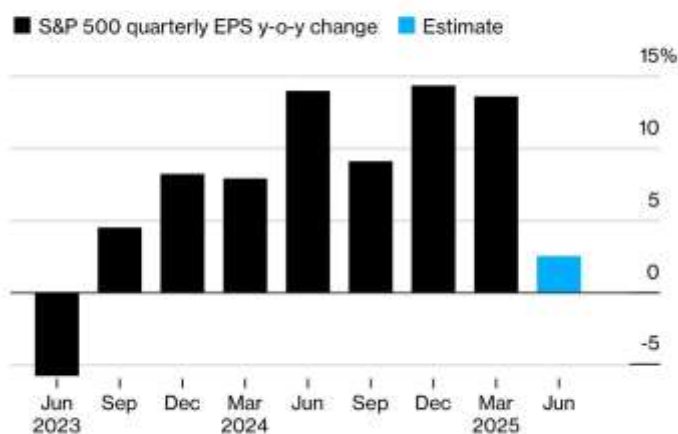
Se il contesto macro dovesse effettivamente seguire questo scenario, il 2026 potrebbe segnare nuovi massimi per l'S&P 500, proseguendo una traiettoria iniziata dopo la correzione del 2022 e rafforzata nel 2024-25.

Utili USA al minimo da due anni

Crescita dell'EPS solo al +2,5% nel Q2 2025, rischi per la volatilità

US Profit Expectations Are Weakest in Two Years

Second-quarter earnings are projected to rise just 2.5%



Source: Bloomberg Intelligence
Note: 2Q 2025 estimate is as of July 11

Grafico: 16

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Fonte: Bloomberg Intelligence

Gli utili delle società statunitensi potrebbero rallentare bruscamente nel secondo trimestre 2025. Secondo Bloomberg Intelligence, l'EPS dell'S&P 500 dovrebbe crescere di appena il 2,5% su base annua, segnando il ritmo più debole degli ultimi due anni.

Dopo quattro trimestri consecutivi di crescita a doppia cifra, questa frenata potrebbe riflettere diversi fattori:

- Compressione dei margini, a causa di input e manodopera più costosi;
- Domanda più debole, in un contesto di condizioni finanziarie ancora restrittive;
- Effetti dei dazi e dell'incertezza geopolitica.

Il grafico allegato mostra chiaramente la flessione nelle attese di crescita anno su anno degli utili trimestrali, con una proiezione di forte rallentamento a partire da giugno 2025.

Questa situazione può avere impatti rilevanti sui mercati azionari. In un contesto di valutazioni elevate, utili deludenti o guidance più caute potrebbero riaccendere la volatilità, come avvertito da Rayan Lemond, PhD.

Nonostante l'ottimismo di fondo, i fondamentali tornano a contare: se gli utili vacillano, anche i mercati rischiano di farlo.

Cina: importazioni di petrolio canadese

Tagliato del 90% il greggio USA



Immagine 7

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La Cina sta importando quantità record di petrolio canadese dopo aver drasticamente ridotto – del 90% – le sue importazioni di greggio dagli Stati Uniti. Questo spostamento è il risultato diretto dell'intensificarsi delle tensioni commerciali tra Washington e Pechino, in particolare durante la guerra dei dazi avviata dall'amministrazione Trump.

Le raffinerie cinesi sono passate da 29 a soli 3 milioni di barili di greggio USA al mese, mentre gli acquisti dal Canada hanno raggiunto i 7,3 milioni di barili. Un ruolo chiave è stato svolto dall'oleodotto Trans Mountain (TMX), operativo da maggio, che collega le sabbie bituminose dell'Alberta al Pacifico, rendendo più facile l'esportazione verso l'Asia.

Il greggio canadese, benché denso e ad alto contenuto di zolfo, è relativamente economico e adatto alle raffinerie avanzate cinesi. Inoltre, l'accesso è stato reso più diretto, rendendolo un'alternativa competitiva al petrolio mediorientale o statunitense.

Questa ristrutturazione delle forniture riflette la strategia energetica cinese di diversificazione, che mira a ridurre la dipendenza dagli Stati Uniti, dalla Russia e dal Medio Oriente, rafforzando invece i legami energetici con il Canada.

Ciclo del dollaro è ancora ribassista

Il recente rimbalzo non cambia lo scenario di lungo periodo



Grafico: 17

Fonte: Bloomberg, Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il dollaro USA ha vissuto un rafforzamento nelle ultime due settimane, in gran parte dovuto a un riposizionamento del mercato da posizioni eccessivamente ribassiste. Tuttavia, secondo alcuni analisti, questo rimbalzo appare più come una mossa tattica a fine corsa che l'inizio di una nuova tendenza strutturale al rialzo.

Guardando alla storia dei cicli decennali del dollaro, il grafico mostra chiaramente tre grandi fasi ribassiste, ognuna caratterizzata da una lunga discesa del cambio ponderato (DXY Index). Dopo i cicli del 1985 e degli anni Duemila, ci troviamo ora – come suggerisce la traiettoria – nel pieno del terzo ciclo ribassista.

L'analisi evidenzia che la dinamica attuale si inserisce in un contesto di debolezza strutturale del biglietto verde, e il rafforzamento recente non è sufficiente a invertire la tendenza di fondo. Al contrario, potrebbe trattarsi solo di una pausa tecnica prima della ripresa del trend discendente.

Se la storia si ripete, il dollaro potrebbe essere destinato a cedere ulteriore terreno nei prossimi anni.

BlackRock da record

Raggiunti 12,5 trilioni di dollari in gestione con afflussi trimestrali per 68 miliardi

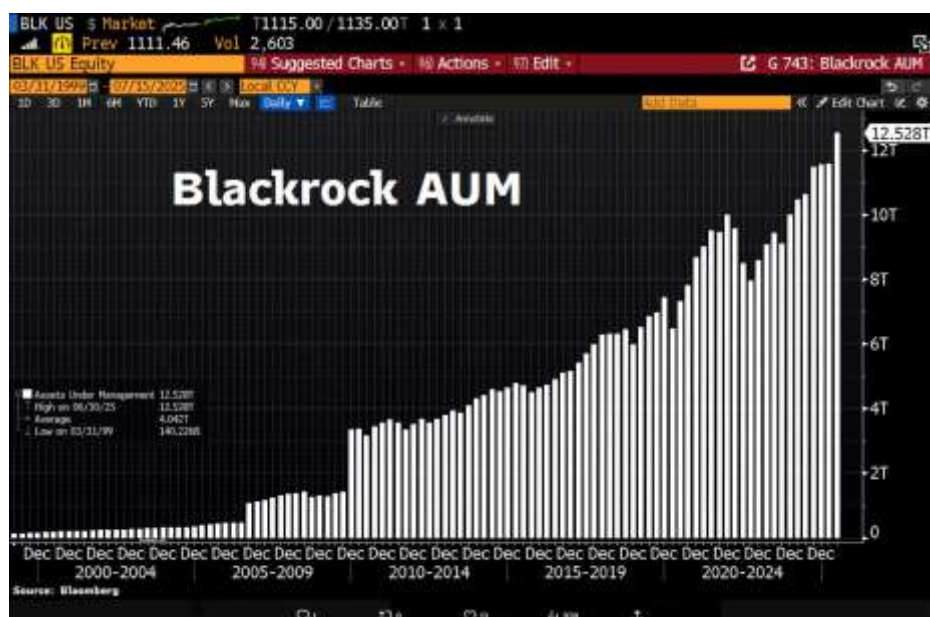


Grafico: 17

Fonte: Bloomberg

BlackRock continua a rafforzare il suo dominio globale nel settore dell'asset management. Nel secondo trimestre del 2025, il più grande gestore patrimoniale del mondo ha registrato afflussi netti per 68 miliardi di dollari, portando il totale degli asset in gestione (AUM) al nuovo massimo storico di 12,5 trilioni di dollari.

Il grafico mostra chiaramente come, nel corso degli ultimi venticinque anni, la crescita di BlackRock sia stata inarrestabile: dai 100 miliardi circa del 1999, la società ha moltiplicato il proprio peso oltre cento volte. Questa

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

espansione riflette sia l'ampiezza dell'offerta – che va dagli ETF ai fondi attivi, dal reddito fisso all'azionario – sia la fiducia degli investitori istituzionali e retail in un operatore percepito come sistemico.

Nel contesto attuale di incertezza macroeconomica, la capacità di attrarre capitali netti rimane una chiara dimostrazione di forza. Il brand BlackRock non è più solo sinonimo di gestione passiva: è un baricentro dell'intero sistema finanziario globale. E continua a crescere.

La guerra commerciale che non c'è

Nessuna escalation globale, pochi contraccolpi economici e Wall Street resta ottimista

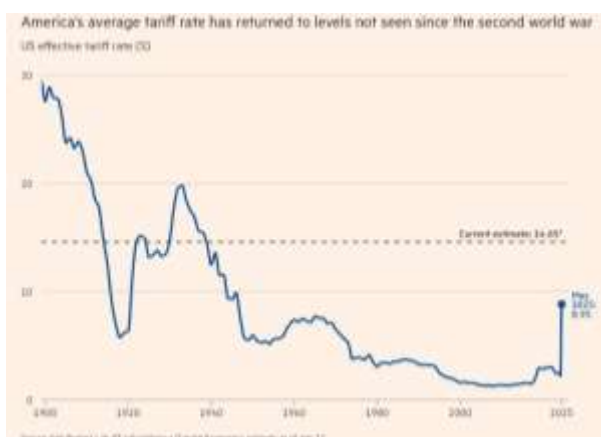
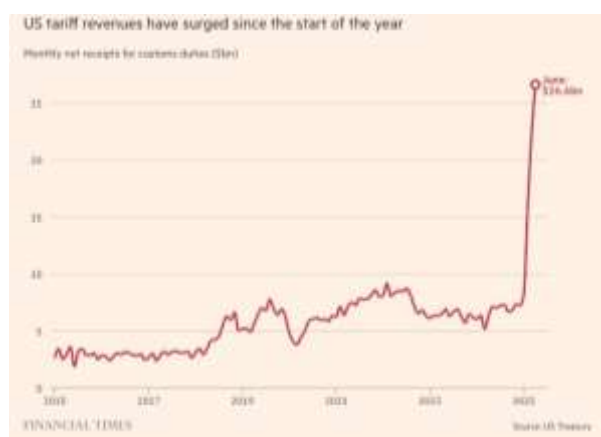


Grafico: 18 & 19
Fonte: Financial Times

Mentre la retorica dell'amministrazione Trump innesca nuovi dazi contro beni e servizi cinesi, la tanto temuta guerra commerciale globale sembra non concretizzarsi. L'assenza di misure ritorsive significative da parte di Cina, Canada e Unione Europea ha di fatto disinnescato il rischio di una spirale protezionistica globale. Ad oggi, l'impatto sulle entrate doganali statunitensi è stato modesto (+1,9% su base annua a maggio 2025), e Wall Street ne ha beneficiato, sostenuta dalla mancanza di escalation e dalla resilienza dell'economia interna.

Il Tesoro americano ha raccolto 27 miliardi di dollari in entrate, migliorando le prospettive per il finanziamento del deficit. Anche il dollaro resta stabile: gli effetti bilanciati delle politiche monetarie, uniti alla possibilità di tagli futuri da parte della Fed, stanno mantenendo contenute le pressioni svalutative. L'inflazione al 2,7% resta sotto controllo, mentre l'occupazione mostra segnali di debolezza secondo indicatori come i JOLTS e il Philly Fed.

A livello globale, l'approccio degli altri Paesi è stato cauto. La Cina, pur imponendo dazi più alti di tutti gli altri attori, non ha innescato risposte a catena. L'UE ha preferito posticipare le contromisure al 1° agosto, mentre molti partner commerciali degli USA hanno evitato escalation, ritenendo economicamente più vantaggioso non rispondere.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli analisti di Capital Economics stimano che in uno scenario di reciproca escalation tariffaria, il danno al PIL mondiale potrebbe raggiungere l'1,3% in due anni. Tuttavia, l'assenza di reazioni simmetriche suggerisce che le economie estere preferiscano evitare costi a lungo termine derivanti dalla rottura delle catene di fornitura globali. In questo contesto, gli USA potrebbero risultare favoriti, con una transizione più agevole verso la riorganizzazione interna della supply chain.

In sintesi, la strategia americana si fonda su una logica tattica di breve periodo, mentre gli altri attori sembrano aver scelto il compromesso e la stabilità globale, almeno per ora.

Riforma fiscale francese

Parigi tenta di ridurre il deficit con tagli drastici e congelamento della spesa

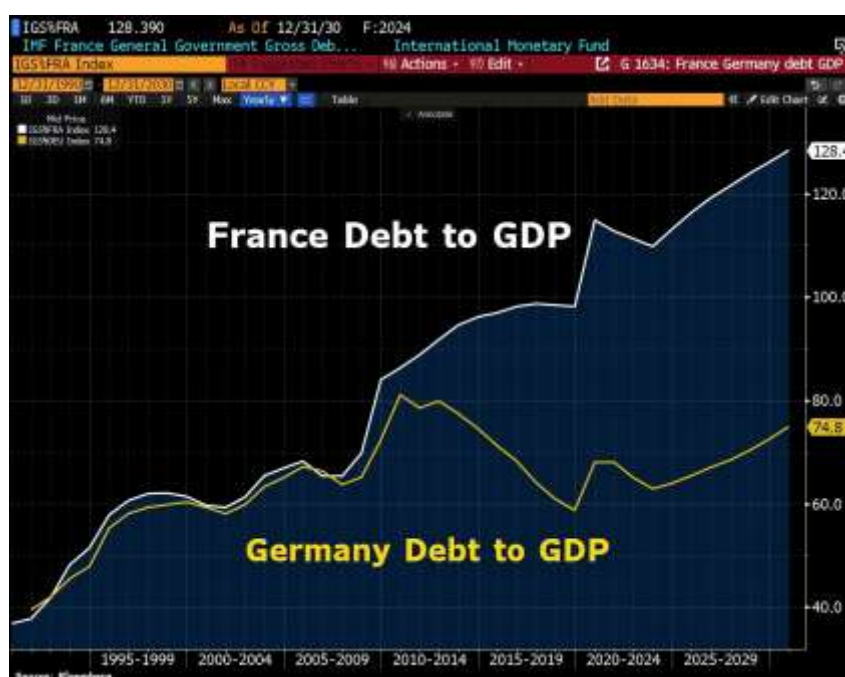


Grafico: 20

Fonte: Bloomberg

Il ministro delle Finanze francese Éric Lombard ha avviato un confronto con il suo omologo tedesco Lars Klingbeil per discutere dell'ambizioso piano di riforme annunciato dalla Francia. L'obiettivo è chiaro: ridurre il deficit pubblico, oggi a livelli preoccupanti, attraverso un pacchetto da 43,8 miliardi di euro di tagli. Tra le misure previste: l'eliminazione di due festività, la revisione delle leggi sul lavoro e il congelamento della spesa pubblica.

La sfida, tuttavia, è doppia. Da un lato, Parigi si confronta con l'evidente divario rispetto alla Germania in termini di rapporto debito/PIL: oltre il 128% per la Francia contro meno del 75% per Berlino, come mostra il grafico dell'IMF. Dall'altro, l'adesione alle regole fiscali dell'eurozona impone rigore, lasciando poco margine per una politica espansiva. François Bayrou, a cui è affidata la guida del piano di austerità, dovrà muoversi in un contesto politico interno instabile, con una maggioranza fragile e un'opposizione pronta a ostacolare qualsiasi misura

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

impopolare. Le incertezze non riguardano solo la politica. Gli investitori e i mercati monitorano attentamente la situazione, preoccupati dall'effettiva capacità del governo francese di applicare i tagli senza scatenare nuove tensioni sociali o una crisi politica. Il rischio è concreto: l'ultimo ministro che ha tentato una manovra simile è stato sfiduciato.

Il confronto con la Germania non è casuale: Berlino rimane il punto di riferimento della disciplina fiscale in Europa. E mentre la Francia cerca di evitare una spirale di sfiducia, i dati sono implacabili: il debito francese continua a crescere e il percorso di rientro appare lungo e incerto.

NVIDIA vale quanto l'Eurostoxx 50

Il colosso dei chip sfiora la capitalizzazione delle 50 maggiori società europee



Grafico: 21

Fonte: Bloomberg

Quando la capitalizzazione di mercato di un singolo titolo – in questo caso NVIDIA – si avvicina a quella complessiva dell'intero Eurostoxx 50, l'indice che raggruppa i 50 maggiori gruppi quotati d'Europa, è lecito interrogarsi su ciò che il mercato sta scontando. Oggi NVIDIA vale oltre 4.160 miliardi di dollari, a un passo dai 4.730 miliardi dell'indice europeo. Un'asimmetria che fotografa bene lo stato attuale dei mercati: euforia su titoli tech statunitensi, stagnazione su quelli europei.

Il momentum sul titolo è innegabile. Alimentato da aspettative altissime sull'intelligenza artificiale, giochi di leva finanziaria e una certa dose di avidità, il rally ha portato il multiplo prezzo/utigli (P/E) a oltre 55 volte gli utili degli ultimi dodici mesi. Perché questo prezzo sia giustificato, bisogna credere che NVIDIA crescerà a ritmi vertiginosi anche nel prossimo decennio, mantenendo margini operativi oggi superiori al 60%.

Ma lo scenario potrebbe cambiare. L'arrivo di nuovi concorrenti, sviluppi come l'informatica quantistica e l'evoluzione tecnologica pongono rischi rilevanti. Nessuna azienda può crescere all'infinito senza incontrare ostacoli.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Chi paga davvero i dazi?

Inflazione, imprese e consumatori nel mirino

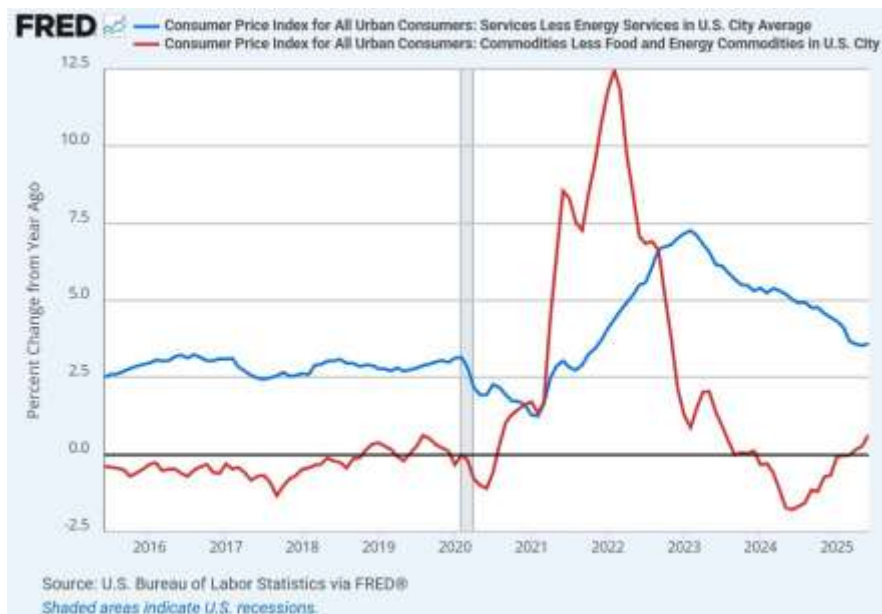


Grafico: 22

Fonte: US Bureau of Labor Statistics

I dati sull'inflazione USA di ieri hanno mostrato una situazione sotto controllo. Il dato core è risultato inferiore alle attese, ma guardando alle sue componenti emerge un segnale importante: i prezzi dei beni, dopo una fase di discesa, hanno ripreso a salire, segnalando un possibile effetto dei dazi.

La domanda centrale diventa quindi: chi paga davvero queste tariffe? I consumatori, attraverso prezzi più alti? O le imprese, che assorbono l'impatto con una compressione dei margini?

Le risposte sono tutt'altro che banali. Se a pagare saranno le imprese americane, come verranno utilizzate le entrate tariffarie – potenzialmente pari a 400-500 miliardi di dollari l'anno? Serviranno a finanziare tagli fiscali? E se il peso ricadrà su imprese estere, quali politiche metteranno in campo i loro governi per sostenere le aziende domestiche?

Nel frattempo, Trump continua a giocare la carta dell'incertezza come strumento negoziale: minaccia, impone, poi ritratta. Un approccio che destabilizza ma che il mercato, almeno per ora, sembra aver metabolizzato. Tuttavia, questa strategia alimenta una forte dissonanza tra la narrativa ufficiale e le reali conseguenze economiche: una variabile che gli analisti non possono più permettersi di ignorare.

Hedge Fund in Allerta

Forte Scommessa al Ribasso sulle Small Cap USA



Grafico: 23

Fonte: Bloomberg

Gli hedge fund stanno esprimendo un forte scetticismo sull'economia americana attraverso una delle più marcate scommesse ribassiste sulle small cap dal 2020. Le posizioni corte nette sul Russell 2000 sono crollate al -16,2% dell'open interest, un livello estremo osservato solo in momenti di crisi come la pandemia.

Questo posizionamento riflette una narrativa divergente rispetto al rally dei titoli a grande capitalizzazione: mentre le big tech continuano a dominare la scena, i titoli a piccola capitalizzazione mostrano segnali di cautela e vulnerabilità. I motivi? Margini più sensibili ai tassi, liquidità più fragile e dipendenza dalla domanda interna.

Il grafico mostra un netto squilibrio tra ottimismo per il Nasdaq e pessimismo per il Russell. In passato, simili livelli di posizionamento hanno talvolta segnalato un punto di inversione. Ma oggi resta il dubbio: si tratta di un'opportunità contrarian o di un preludio a una correzione più ampia del mercato?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

USA ai massimi, ma i fondi restano scettici

Posizionamenti modesti e divergenza crescente con i mercati globali



Grafico: 24

Fonte: Bank of America

I gestori di fondi mostrano ancora una sorprendente reticenza a sovrappesare le azioni USA, malgrado le eccezionali performance relative. Il grafico elaborato da BofA mette in luce una disconnessione strutturale: le azioni americane hanno sovraperformato le controparti globali in modo netto e persistente dal 2008, ma i fund manager sono rimasti spesso sottopesati o solo moderatamente esposti.

Oggi questa divergenza appare ancora più marcata. Da un lato, l'S&P 500 e i titoli tecnologici USA sono vicini ai massimi storici. Dall'altro, il posizionamento netto degli investitori resta cauto, a tratti persino negativo.

Due letture emergono: o i gestori stanno sbagliando macro, oppure vedono rischi – valutazioni elevate, incertezze politiche, o una concentrazione eccessiva sulle mega-cap tech – che giustificano un approccio prudente. In entrambi i casi, lo scollamento tra price action e positioning suggerisce che il rally USA non è stato ancora pienamente “comprato”.

Rischio di concentrazione

Rally dell'S&P 500 è sempre più trainato da un ristretto gruppo di big tech



Grafico: 25

Fonte: BofA

Nel 2025 il rischio di concentrazione è tornato al centro del dibattito sui mercati finanziari. Le prime 10 società dell'S&P 500 rappresentano ormai la quota più alta della capitalizzazione dell'indice dai tempi della bolla dot-com. Allora erano dominanti nomi come GE, Intel, Cisco e IBM. Oggi il potere è in mano a un nuovo gruppo guidato dall'intelligenza artificiale, dal cloud e dalle piattaforme digitali: Nvidia, Apple, Microsoft, Amazon e le altre cosiddette "Magnifiche 7".

Questo dominio ha alimentato un rally potente, capace di recuperare i 10 trilioni di capitalizzazione persi nel 2022-2023, grazie a soli 5 trilioni di guadagni provenienti da questo gruppo ristretto. Ma il peso di così pochi titoli solleva interrogativi: quanto è sostenibile un mercato che dipende così tanto da una manciata di nomi?

La storia ricorda che ogni leadership è destinata a mutare. Il problema è che, questa volta, velocità e dimensioni del fenomeno sono senza precedenti. Se il vento dovesse cambiare, le implicazioni per la stabilità e la direzionalità dell'intero mercato azionario potrebbero essere molto significative.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Materie prime in rialzo

Ritorno dell'inflazione: un nuovo ciclo all'orizzonte?



Grafico: 26

Fonte: Bloomberg; Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Se le materie prime stessero mandando un segnale credibile, l'inflazione potrebbe aver già toccato il fondo. L'impennata dei prezzi delle risorse suggerisce non solo un rimbalzo, ma anche l'inizio di una fase più strutturale di reflazione. Le commodity, infatti, non si limitano a riflettere l'inflazione attesa: la alimentano attivamente, con effetti profondi sull'intera economia.

Storicamente, i prezzi delle materie prime e le aspettative d'inflazione si muovono in tandem. Il grafico mostra come il rally recente del comparto commodities (S&P GSCI Equal Weight) stia anticipando una risalita dei tassi di break-even, ovvero la misura implicita delle aspettative inflazionistiche nei mercati obbligazionari.

Questo avviene mentre i mercati guardano con attenzione alla possibile nomina di un nuovo presidente della Fed, orientato verso politiche più accomodanti. Un taglio dei tassi potrebbe segnare l'inizio di una nuova era di "dominio fiscale", in cui la spesa pubblica e la crescita nominale diventano i principali motori macroeconomici. In questo contesto, le materie prime potrebbero rivelarsi un barometro prezioso, ma anche un acceleratore del ciclo inflattivo.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Giappone sotto pressione

Bond a lungo termine in crisi e allarme liquidità globale

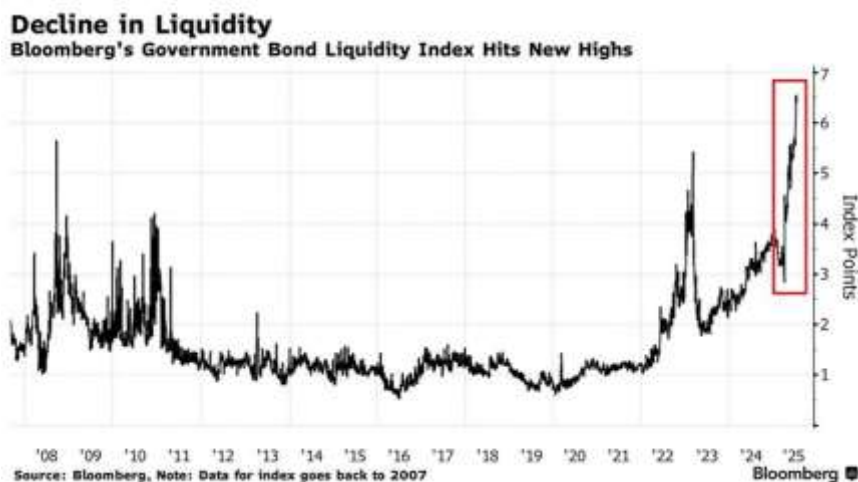


Grafico: 27 & 28

Fonte: Bloomberg, TradingView

Il mercato obbligazionario giapponese sta lanciando segnali di allarme difficili da ignorare. I rendimenti dei titoli di Stato nipponici a lungo termine – in particolare quelli a 30 e 40 anni – stanno esplodendo. Il rendimento trentennale ha toccato il 3,17%, mentre quello quarantennale ha raggiunto il 3,52%, appena sotto il suo record storico. Un movimento così violento non si vedeva da anni e rappresenta un campanello d'allarme per il mondo intero.

Parallelamente, il Bloomberg Government Bond Liquidity Index ha raggiunto un livello record di 6,5 punti, raddoppiando in pochi mesi. Paradossalmente, un indice così elevato indica *scarsa* liquidità nei mercati obbligazionari governativi: più alto è il punteggio, peggiore è il funzionamento del mercato. In pratica, comprare

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

o vendere titoli di Stato sta diventando molto più difficile e costoso. Un'anomalia per un segmento considerato tradizionalmente tra i più sicuri e liquidi.

Cosa sta succedendo? Il problema è sistemico. L'impennata dei rendimenti giapponesi riflette il collasso della domanda in un contesto di aumenti generalizzati della spesa pubblica e dei deficit, dal Giappone agli Stati Uniti alla Germania. Eppure, a fronte di queste tensioni, l'attenzione dei mercati è rimasta finora assente. Ma ora, con l'aggravarsi della crisi di liquidità e l'impennata dei rendimenti, la situazione potrebbe non essere più ignorabile.

La storia ci insegna che momenti come questi anticipano spesso interventi straordinari delle banche centrali. Si parla già di un ritorno del quantitative easing (QE) per contenere il contagio e impedire una spirale distruttiva per il mercato sovrano globale. Ma prima che ciò avvenga, il rischio è che qualcuno resti "con il cerino in mano": chi sarà esposto sui bond quando la fiducia verrà meno?

Infine, l'impennata dei rendimenti potrebbe innescare un nuovo deleveraging dei carry trade, alimentando la volatilità su scala globale. Siamo forse all'inizio di una nuova fase di stress nei mercati obbligazionari. E questa volta, il segnale parte da Tokyo.

Dollaro debole

Un calo del dollaro può innescare un'accelerazione dell'inflazione

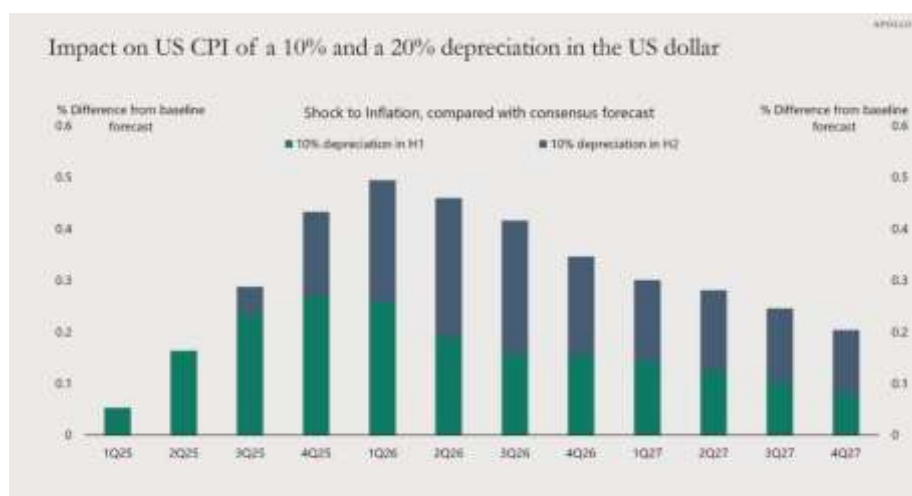


Grafico: 29
Fonte: Apollo

Cosa succede quando il dollaro USA si indebolisce? Storicamente, l'inflazione tende a salire. Un nuovo studio di Apollo mostra come una svalutazione del 10% della valuta americana possa aumentare l'Indice dei Prezzi al Consumo (CPI) degli Stati Uniti fino a 0,5 punti percentuali. Gli effetti non si manifestano immediatamente, ma si sviluppano gradualmente, raggiungendo il picco tra il secondo e il terzo trimestre successivo al deprezzamento.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Secondo le simulazioni, l'impatto varia a seconda del momento dell'anno in cui avviene la svalutazione: se nella prima metà dell'anno, la spinta all'inflazione tende a manifestarsi prima e in modo più pronunciato rispetto a una svalutazione nella seconda metà. In ogni caso, l'effetto è persistente e si estende su più trimestri, alimentando pressioni sui prezzi al consumo in modo progressivo.

Il motivo è semplice: un dollaro più debole aumenta il costo delle importazioni e rafforza la domanda esterna per i prodotti statunitensi, spingendo verso l'alto i prezzi interni. Questo ha implicazioni significative non solo per la politica monetaria, ma anche per la politica fiscale e la strategia economica complessiva. In un contesto già segnato da una "inflazione appiccicosa", anche un modesto indebolimento del dollaro può ridurre ulteriormente i margini di manovra della Federal Reserve.

Infine, il grafico mostra chiaramente come, in tutti gli scenari simulati, l'impatto sull'inflazione superi le aspettative di consenso. Il dollaro, dunque, non è solo un'unità di conto globale, ma anche un potente trasmettitore di politica economica interna. Per chi opera sui mercati, così come per i policymaker, monitorarne l'andamento non è mai stato così cruciale.

Mag-7 contro i Quattro Cavalieri: bolle a confronto?

I giganti tecnologici di oggi ricordano i leader del boom Internet anni '90

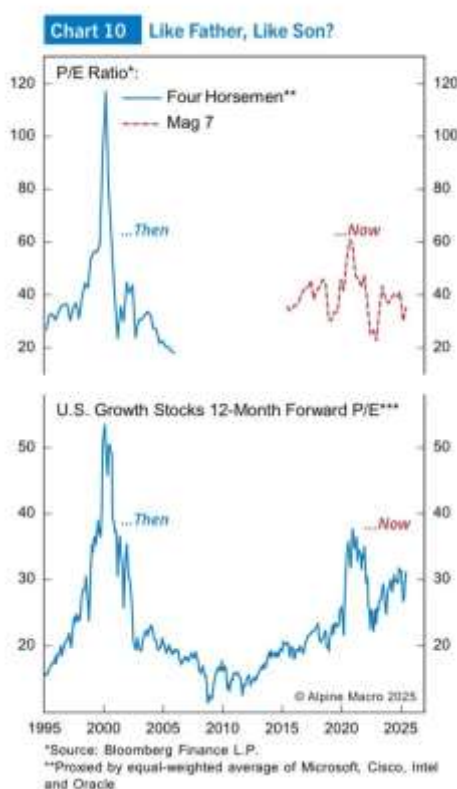


Grafico: 30

Fonte: Bloomberg

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

“Come si confrontano i Mag-7 con i Quattro Cavalieri?” È una domanda legittima, perché le somiglianze sono sorprendenti. I “Quattro Cavalieri” – Dell, Cisco, Microsoft e Intel – guidarono il boom tecnologico degli anni '90, arrivando a rappresentare quasi il 30% della capitalizzazione del mercato statunitense. Una situazione analoga a quella odierna, in cui i Mag-7 (Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta e Tesla) dominano gli indici con peso simile.

Il grafico di Alpine Macro propone un confronto diretto dei multipli P/E (prezzo/utili) tra le due epoche. Il risultato? I Mag-7 di oggi sono scambiati a valutazioni molto più contenute rispetto ai loro “antenati” degli anni '90. Anche il P/E forward medio per i titoli growth nel 2025 resta ben sotto i picchi del 2000, a conferma che, almeno per ora, non siamo in una bolla di proporzioni comparabili.

Tuttavia, la somiglianza nei pattern di concentrazione e dominanza di pochi titoli nei listini lascia aperte alcune domande. Quanto può reggere il mercato se è trainato da così pochi nomi? Quali sono le implicazioni per la diversificazione e per i rischi sistemici?

La storia non si ripete mai perfettamente, ma spesso fa rima. Anche se non esiste una scienza esatta per stabilire a quali livelli le valutazioni diventino insostenibili, confronti storici come questo offrono prospettive preziose. E ci ricordano che, quando si parla di mercati, l'umiltà è sempre una virtù.

Chi comprerà il nuovo debito americano?

Con 25-30 trilioni di dollari di nuovo debito in arrivo, le tradizionali fonti estere si stanno ritirando



Immagine 8

Gli Stati Uniti si preparano a emettere tra i 25 e i 30 trilioni di dollari di nuovo debito pubblico nei prossimi dieci anni. È una cifra imponente, superiore al PIL statunitense, che solleva un interrogativo cruciale: chi lo comprerà?

Attualmente, il debito pubblico negoziabile ammonta a circa 29 trilioni, con il 22% detenuto da investitori esteri. Storicamente, il Giappone e la Cina hanno rappresentato i due principali acquirenti, con oltre 1 trilione di dollari a testa in Treasury. Ma questa dinamica si è spezzata. Entrambi hanno ridotto le proprie esposizioni e interrotto

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

gli acquisti netti. La Cina, in particolare, è diventata più cauta dopo le sanzioni imposte dagli Stati Uniti alla Russia nel 2014, temendo un possibile congelamento delle sue riserve. Da allora, ha ridotto le sue partecipazioni di circa 500 miliardi.

Il vuoto lasciato da Cina e Giappone è stato parzialmente colmato dal Regno Unito, oggi secondo maggiore detentore e primo acquirente netto. Tuttavia, Londra sta affrontando una tempesta fiscale e valutaria: un doppio deficit gemello (commerciale e di bilancio), rendimenti in salita e una sterlina sotto pressione. In questo contesto, la sostenibilità della sua posizione nei Treasury è messa in dubbio. Per stabilizzare i mercati interni, il Regno Unito potrebbe presto iniziare a vendere.

Anche i grandi accumuli di Treasury da parte delle economie esportatrici di petrolio appartengono al passato. E nemmeno le economie più avanzate – come Germania e Giappone – sembrano disposte o capaci di assorbire i nuovi volumi in arrivo.

Il risultato è che gli Stati Uniti dovranno fare affidamento quasi esclusivamente sul proprio mercato interno. In passato, la regolamentazione ha già imposto a banche, fondi pensione e money market funds di aumentare l'esposizione ai Treasury. Misure simili potrebbero tornare. Ma anche così, la portata dell'offerta potrebbe superare la capacità di assorbimento. E qui entra in gioco la Federal Reserve.

Conosciuto come monetizzazione del debito, l'acquisto diretto di obbligazioni da parte della Fed comporta la creazione di moneta. È una misura estrema che erode il valore reale dei bond e rischia di riaccendere pressioni inflazionistiche. In un tale scenario, gli investitori interni – come già avvenuto con quelli esteri – potrebbero decidere che i Treasury non sono più convenienti. Una fuga dal debito USA da parte degli stessi americani rappresenterebbe il vero punto di rottura del sistema.

Del resto, come sottolinea Mike Zaccardi, i clienti privati di Bank of America sono oggi esposti per il 64% in azioni, il massimo dal marzo 2022, e solo per il 10,7% in liquidità, il minimo da ottobre 2021. In un contesto dove l'inflazione minaccia i rendimenti obbligazionari e la Fed resta in bilico tra il contenimento dei prezzi e il finanziamento del deficit, l'attrattiva dei Treasury è destinata a essere messa alla prova.

Il rischio sistemico non è più solo una teoria. Se anche il mercato domestico dovesse perdere fiducia nel debito sovrano, la crisi del debito statunitense, a lungo temuta, potrebbe diventare realtà.

Fonte: Mike Zaccardi, CFA, CMT, MBA

Equity e Cash Allocation

I clienti private di Bank of America

Chart 9: GWIM equity allocation at 64%
BofA private client equity holdings as % of AUM



Chart 11: GWIM cash allocation at 11%
BofA private client cash holdings as % of AUM

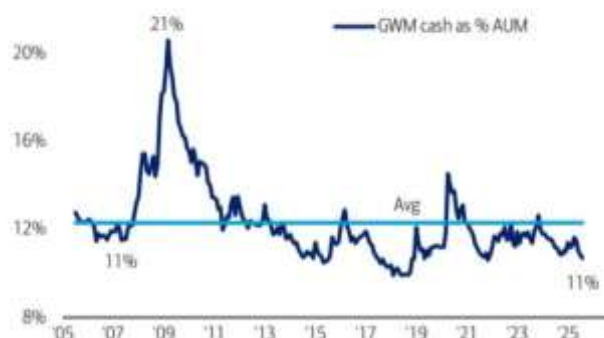


Grafico: 31

Fonte: BofA

Gli investitori individuali (non istituzionali) stanno utilizzando un livello record di leva finanziaria per comprare azioni.

Equity e Cash Allocation

I clienti private di Bank of America

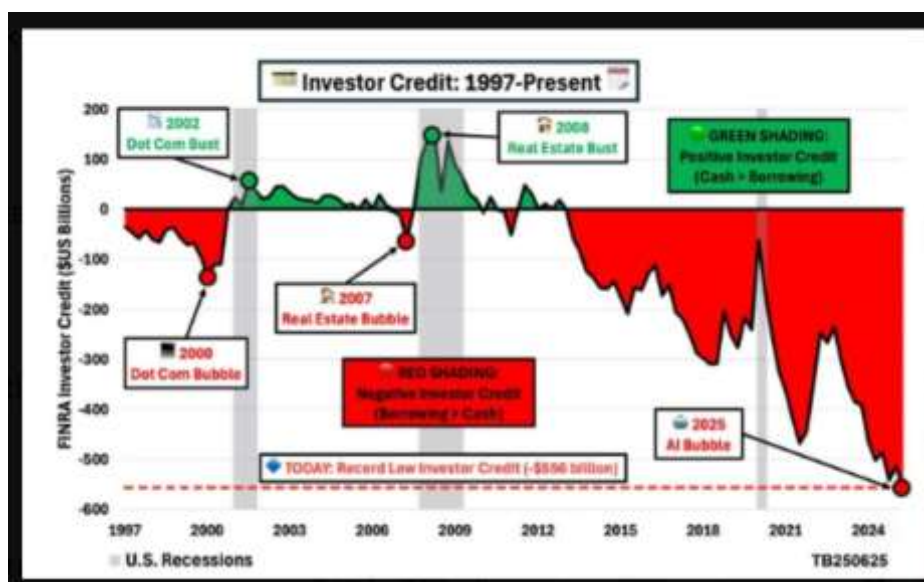


Grafico: 32

Fonte: BofA

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli investitori retail stanno scommettendo pesante sul mercato, usando soldi presi in prestito, con pochissimi margini di sicurezza. Questa situazione ha preceduto, in passato:

- il crollo del 2000 (Dot Com),
- il crollo del 2008 (Real Estate),
- e altri momenti di instabilità.

Ora siamo vicini a quella che il grafico chiama ironicamente la "AI Bubble 2025".

Secondo i dati di Bank of America, le istituzioni hanno venduto 3,2 miliardi di dollari in azioni singole ed ETF soltanto la scorsa settimana.

È la nona settimana di vendite su dieci, segno di un chiaro disimpegno dal mercato azionario statunitense. Anche gli hedge fund seguono lo stesso trend: hanno registrato la terza settimana consecutiva di vendite, con un deflusso di 1,0 miliardi di dollari.

Istituzionali in fuga da Wall Street

Vendite nette da record

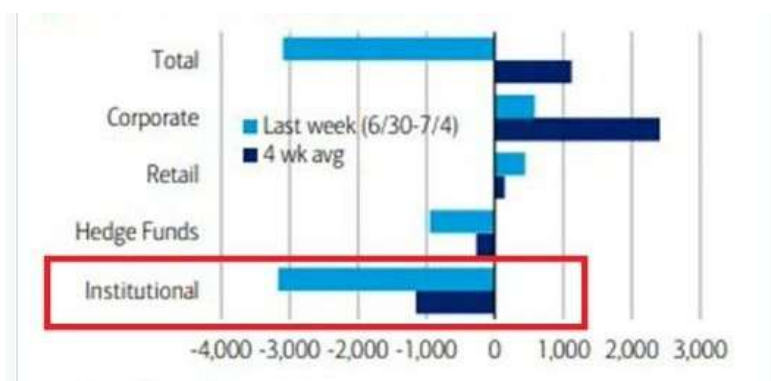


Grafico: 33

Fonte: BofA

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Le più grandi corporate della difesa

Suddivisione per Market Cap

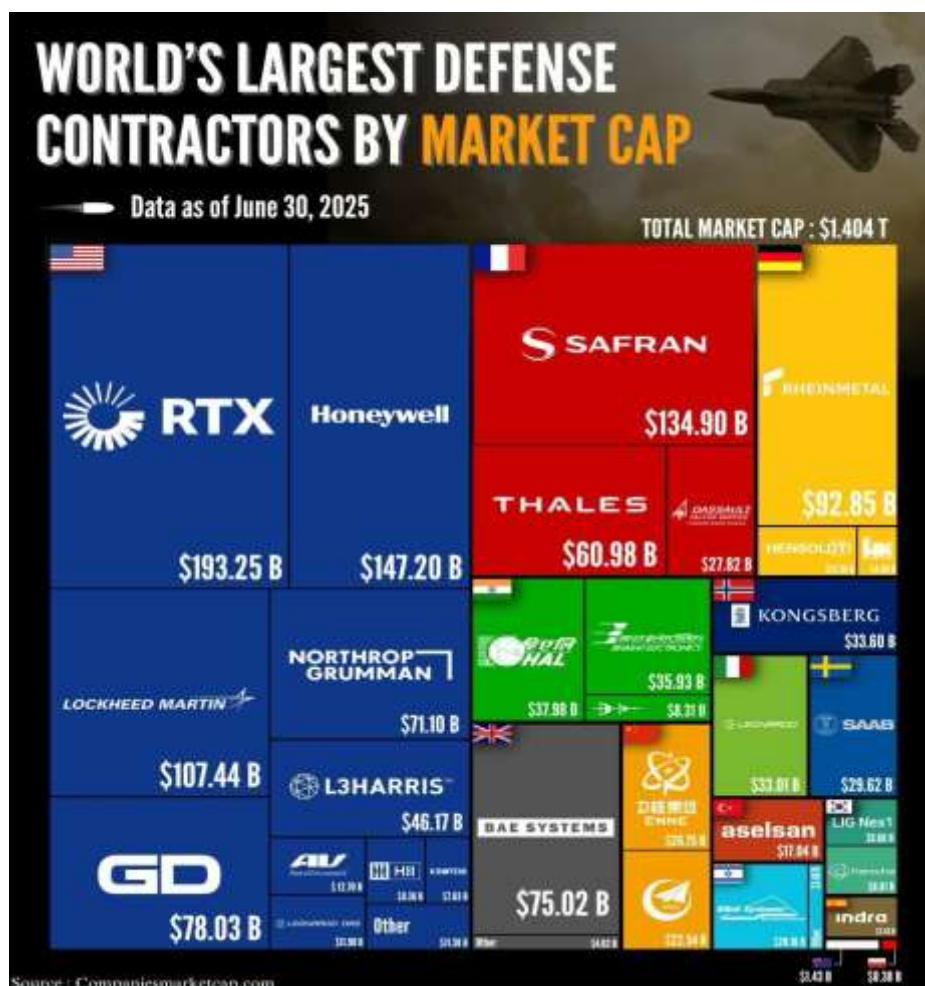


Grafico: 34

Fonte: Companiesmarketcap.com

Osservando il grafico, emerge una correlazione evidente: man mano che l'offerta globale di moneta M2 si espande, anche il prezzo di Bitcoin tende a salire.

Perché questo è rilevante:

- Un aumento di M2 riflette condizioni finanziarie più accomodanti e maggiore liquidità nei mercati.
- Bitcoin si comporta sempre più come un asset liquidity-sensitive, rispondendo con forza ai cambiamenti nella disponibilità monetaria globale.
- In contesti di espansione monetaria, cresce l'interesse per asset ad alta volatilità e a carattere speculativo, come Bitcoin.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Questa dinamica rafforza la lettura di Bitcoin come un asset macro-sensibile, strettamente legato al ciclo della liquidità globale. Non si tratta di stabilire una relazione causale, ma ignorare questa connessione sarebbe miope.

Bitcoin segue il flusso della liquidità globale

Il prezzo di BTC riflette la crescita dell'offerta di moneta M2



Grafico: 35

Fonte: Bloomberg

Secondo BofA, il franco svizzero (CHF) sta assumendo un ruolo simile a quello dell'oro: una copertura liquida e neutrale contro le crescenti incertezze fiscali globali.

Il grafico evidenzia la crescente correlazione tra il cambio CHF/USD e il prezzo dell'oro, due asset considerati "risk-off", ovvero strumenti rifugio nei momenti di tensione o instabilità.

Questa dinamica suggerisce che il CHF non sta reagendo allo stress di mercato di breve periodo, ma piuttosto si sta riposizionando come alternativa strategica per proteggersi da scenari fiscali e geopolitici incerti, in un contesto dove le opzioni al di fuori del G10 sono limitate.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Bitcoin segue il flusso della liquidità globale

Il prezzo di BTC riflette la crescita dell'offerta di moneta M2

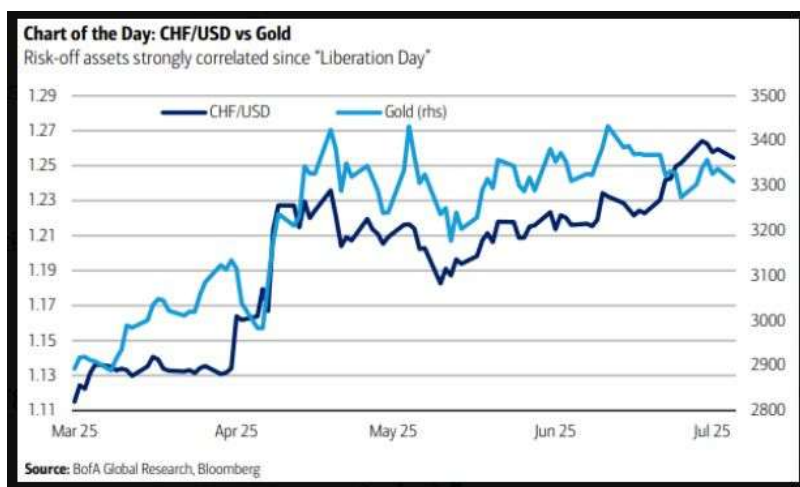


Grafico: 36

Fonte: Bloomberg; BofA

Oxford Economics pensa che forse tutto viene semplicemente reindirizzato attraverso Vietnam

Export: China e Vietnam

I valore delle esportazioni

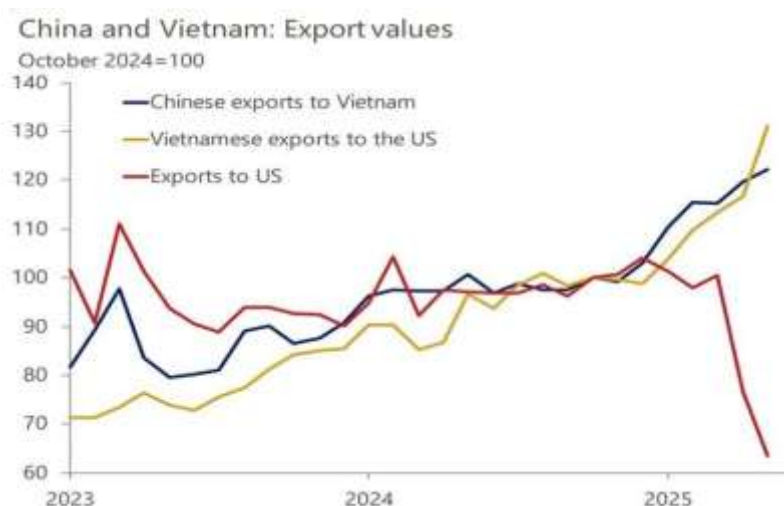


Grafico: 37

Fonte: Oxford Economics, RBC

L'oro non è più solo una copertura, ma sta diventando un asset di riserva strategica.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'oro supera l'euro nelle riserve globali

Cresce il ruolo dell'oro come asset strategico

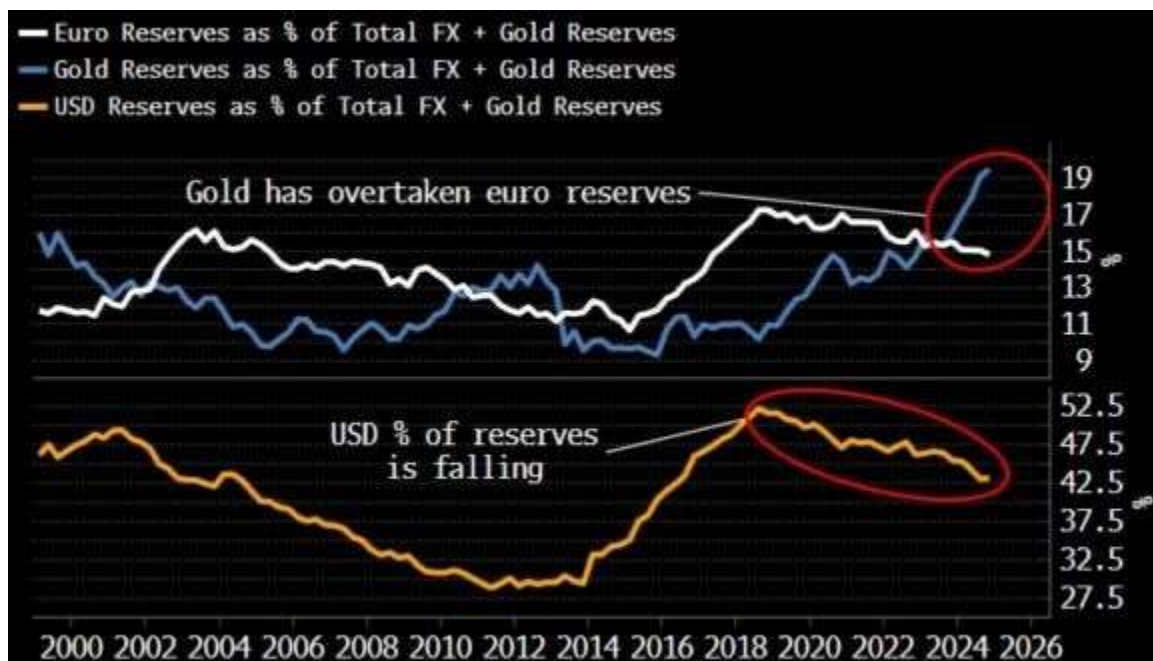


Grafico: 38

Fonte: Bloomberg; Macrobond

Il volume delle merci spedite dalla Cina agli Stati Uniti ha subito una caduta repentina nelle ultime settimane. Secondo i dati elaborati da UniCredit e Bloomberg, indicizzati a febbraio 2025 = 100, i volumi dei container in uscita si sono ridotti di oltre il 25% tra marzo e maggio 2025, segnando uno dei cali più bruschi osservati dall'inizio del 2023.

Dopo un lungo periodo di stabilità intorno al valore di riferimento, la discesa appare improvvisa e significativa. Il tonnellaggio complessivo dei container – misurato in TEU, ovvero unità equivalenti a venti piedi – si colloca ora ben al di sotto delle medie storiche stagionalmente corrette.

Questa contrazione potrebbe riflettere una combinazione di fattori:

- L'incertezza politica e commerciale legata alla nuova amministrazione Trump, con timori su potenziali dazi o restrizioni all'importazione.
- Una domanda interna più debole negli Stati Uniti, con segnali di rallentamento nei consumi, soprattutto nei beni durevoli e discrezionali.
- Lo spostamento delle catene di approvvigionamento verso nuovi hub produttivi alternativi alla Cina (come Vietnam, India o Messico), nell'ambito di una strategia di de-risking da parte di molte multinazionali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Oltre agli effetti diretti sul commercio bilaterale, questo crollo potrebbe avere implicazioni più ampie sull'inflazione. In un contesto in cui la base monetaria globale (M2) continua a espandersi, una riduzione così netta delle forniture rischia di generare squilibri simili a quelli osservati durante la pandemia: una combinazione di shock dell'offerta e abbondante liquidità.

È dunque possibile che nei prossimi mesi si osservino effetti non lineari sui prezzi al consumo, in un contesto macroeconomico che rimane altamente instabile e soggetto a forze contrastanti.

Commercio via mare crollato

Navi dalla Cina agli USA

CARGO SHIPPED FROM CHINA TO US STILL PLUNGING

LADEN CONTAINER SHIP TONNAGE (TEU) DEPARTING FROM CHINA TO US
(INDEX FEBRUARY 2025=100; 4-WEEK MOVING AVERAGE; SEASONALLY ADJUSTED)

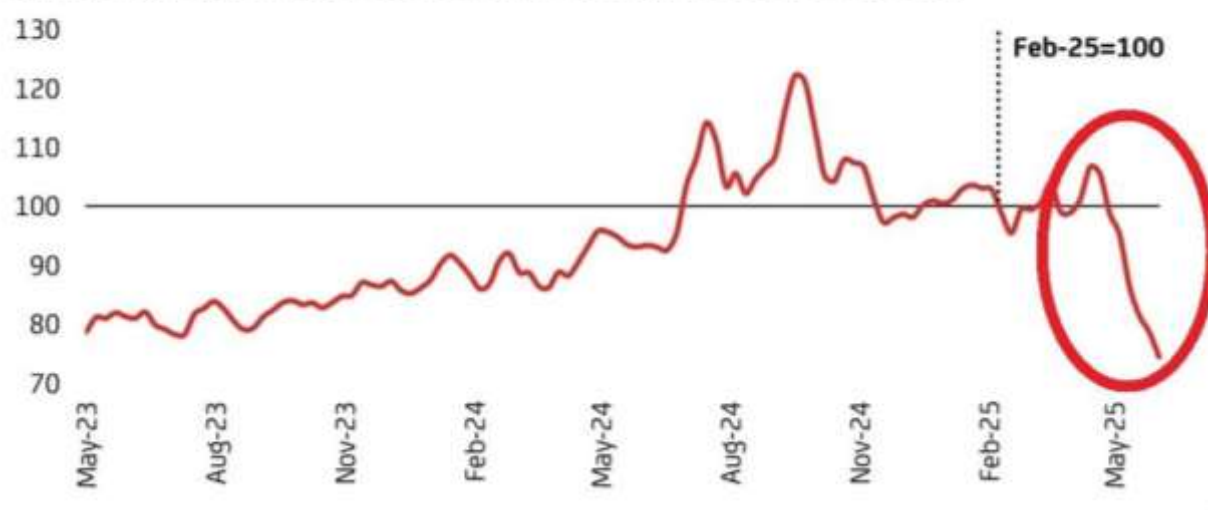


Grafico: 39

Fonte: Bloomberg; Unicredit

A giugno, l'inflazione dell'Eurozona si è attestata esattamente al 2%, in linea con l'obiettivo della BCE. L'inflazione core è rimasta stabile al 2,3%, con un leggero aumento dei prezzi dei servizi compensato da un ulteriore rallentamento nei beni industriali non energetici.

Questi dati rappresentano un segnale positivo su due fronti:

1. Confermano che l'aumento dell'inflazione dei servizi osservato ad aprile, in coincidenza con la Pasqua, è stato transitorio e legato a fattori stagionali.
2. Indicano che il processo disinflazionistico sta proseguendo, consolidando il ritorno verso la stabilità dei prezzi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

In questo contesto, è probabile che la Banca Centrale Europea scelga la cautela a luglio, optando per una pausa per valutare l'evoluzione dei dati macro in arrivo. Tuttavia, in assenza di sorprese e con una crescita economica ancora debole, il contesto appare favorevole a un nuovo taglio dei tassi a settembre.

Commercio via mare crollato

Navi dalla Cina agli USA

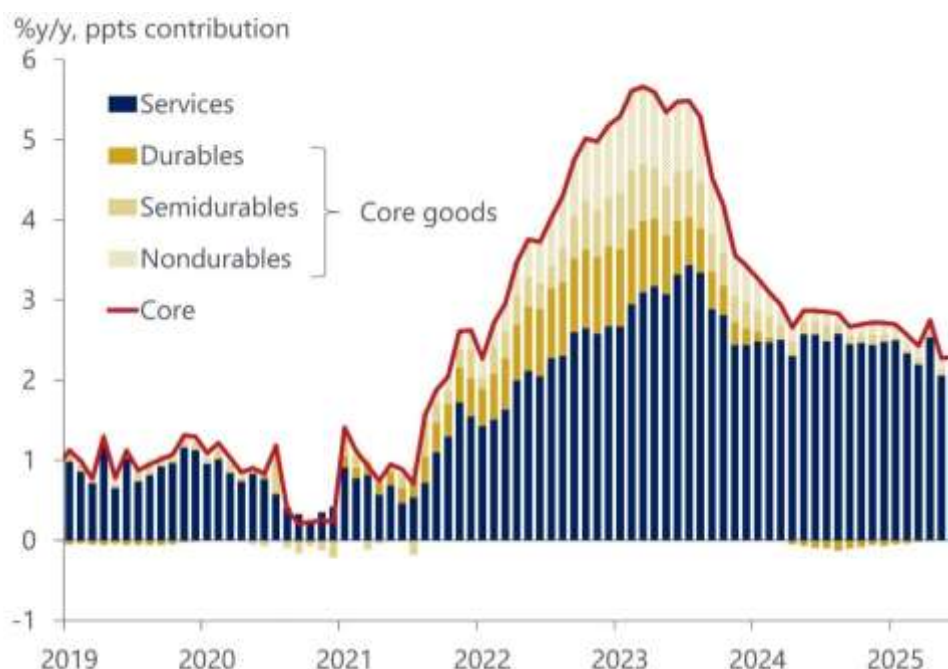


Grafico: 40

Fonte: Oxford Economics/Haver Analytics

Il grafico seguente mette in luce un'anomalia di mercato: la storica correlazione tra il rapporto rame/oro – tradizionale barometro dell'ottimismo economico – e il rendimento dei Treasury decennali USA si è progressivamente indebolita.

Per anni, le due metriche si sono mosse in parallelo:

- Un rapporto rame/oro in aumento rifletteva aspettative di crescita più robuste, con il rame (metallo ciclico) che sovraperformava l'oro (bene rifugio).
- Allo stesso tempo, i rendimenti a 10 anni salivano in risposta a prospettive inflattive e a una Fed più restrittiva.

Oggi, però, questa relazione si è incrinata:

- Il rapporto rame/oro è sceso su minimi pluriennali, segnalando aspettative di domanda globale debole, prudenza industriale o rallentamento ciclico.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

- I rendimenti restano elevati, suggerendo che il mercato obbligazionario continua a scontare inflazione persistente o una Fed ancora in modalità restrittiva.

Questa divergenza apre una questione chiave: Chi sta sbagliando lettura?

- Il mercato obbligazionario sta sovrastimando la resilienza dell'economia?
- O il mercato delle materie prime sta sottovalutando una possibile ri-accelerazione?

In altri termini, o i rendimenti sono troppo alti per un'economia che rallenta, o il rame è troppo a sconto rispetto a un contesto in cui la crescita potrebbe sorprendere.

In entrambi i casi, questa anomalia non appare sostenibile nel lungo periodo. Un riavvicinamento tra i due indicatori potrebbe portare con sé movimenti marcati, sia nei mercati dei metalli che in quelli obbligazionari.

Rapporto rame/oro e Treasury USA

una storica correlazione si sta rompendo?

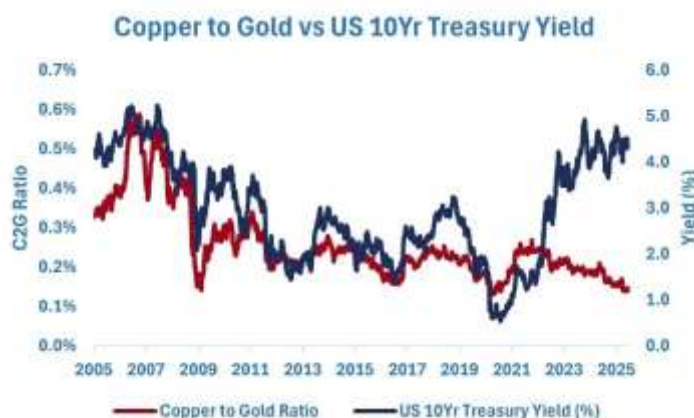


Grafico: 40

Fonte: MacroMicro

Secondo i dati di Goldman Sachs e Bloomberg, la recente forza dell'euro sta alterando gli equilibri all'interno dei mercati azionari europei. Le società domestiche, maggiormente esposte alla domanda interna, stanno iniziando a sovraperformare le controparti internazionali, tradizionalmente orientate all'export.

Questo cambiamento è legato all'apprezzamento significativo dell'euro negli ultimi mesi. Storicamente, una valuta più forte tende a penalizzare gli esportatori – riducendo la competitività all'estero e comprimendo i margini – mentre favorisce i player locali, che beneficiano di costi di importazione più contenuti e di una domanda interna più stabile.

Il risultato è chiaro: non si tratta più solo di essere esposti all'Europa, ma di essere esposti correttamente. In questa fase, potrebbe rivelarsi vincente un riposizionamento verso titoli a vocazione domestica, più resilienti agli effetti valutari e più allineati alla dinamica interna dell'eurozona.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La forza dell'euro rimescola i pesi nell'azionario europeo

L'apprezzamento della valuta favorisce i titoli legati alla domanda interna

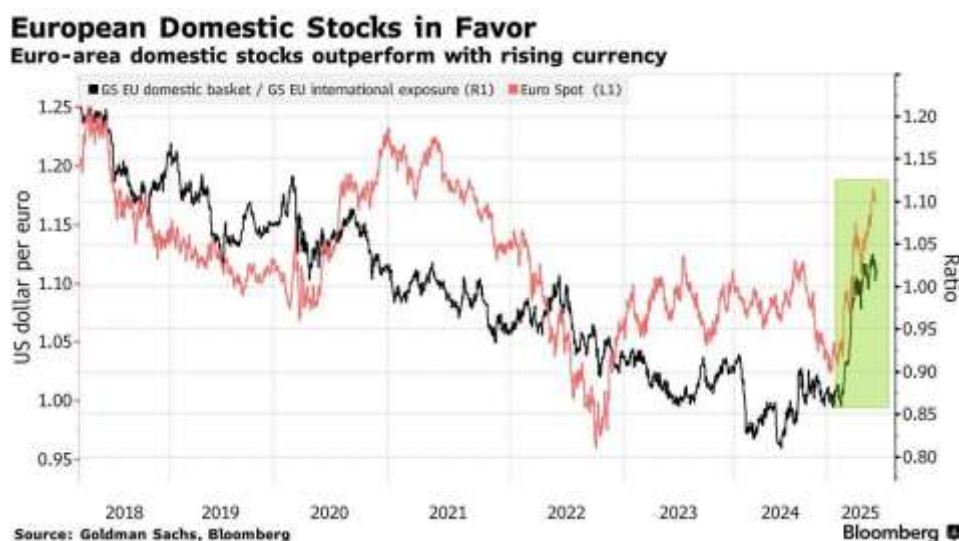


Grafico: 41

Fonte: Goldman Sachs; Bloomberg

Il legame tra private equity e assicurazioni sulla vita negli Stati Uniti è da tempo oggetto di attenzione da parte di investitori e autorità di regolamentazione. Si tratta di un sistema complesso, stratificato e difficile da decifrare.

Nel mio ultimo approfondimento per *FT Alphaville*, ho cercato di mappare questa rete intricata che coinvolge gestori di private equity, compagnie assicurative, veicoli di riassicurazione offshore, credito privato e cartolarizzazione. Il percorso mi ha portato a confrontarmi con numerosi documenti tecnici e a dialogare con investitori, analisti e professionisti del settore nel tentativo di rispondere a una serie di domande chiave:

- Perché le società di private equity hanno acquisito compagnie di assicurazione sulla vita statunitensi?
- In che misura queste compagnie prestano capitali a soggetti correlati, tipicamente società in portafoglio?
- Qual è il ruolo della cartolarizzazione nel modello operativo e perché è diventata così centrale?
- Perché molti hanno scelto di riassicurarsi alle Bermuda e in che volumi?
- Quanto è ampia la loro esposizione complessiva al credito privato?
- Cosa accade se questo modello entra in crisi?
- E, soprattutto, perché tutto ciò dovrebbe interessare il mercato nel suo complesso?

Non si tratta di una denuncia contro il settore del private equity. Esiste una solida argomentazione secondo cui l'ottimizzazione patrimoniale messa in atto ha permesso di offrire prodotti assicurativi più competitivi, con rendimenti migliori per i clienti.

Tuttavia, la struttura che si è andata costruendo lungo il cammino è diventata estremamente difficile da analizzare. Non si tratta necessariamente di un sistema volutamente opaco, ma il risultato è che ogni anello

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

della catena ha contribuito a ridurre la trasparenza, rendendo più complesso – sia per gli investitori sia per i regolatori – ottenere una visione chiara e indipendente dei rischi in gioco.

La forza dell'euro rimescola i pesi nell'azionario europeo

L'apprezzamento della valuta favorisce i titoli legati alla domanda interna

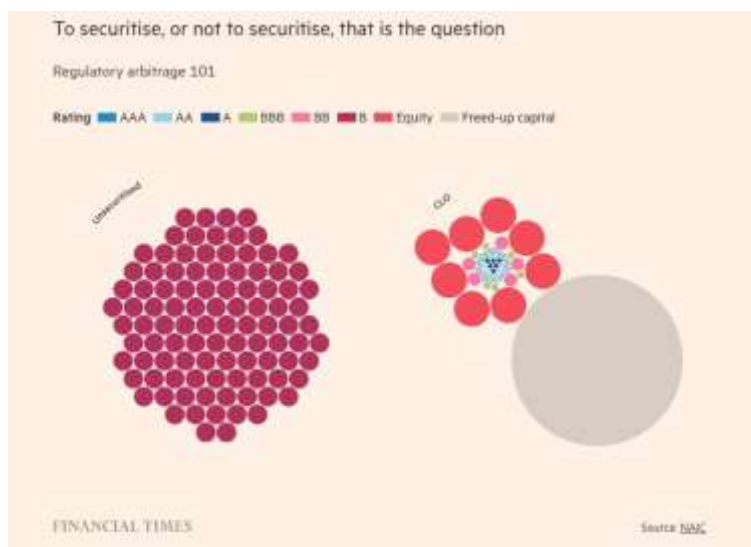


Grafico: 42

Fonte: Financial Times; NAIC

Nel maggio 2025, le esportazioni cinesi di magneti permanenti a base di terre rare hanno subito un calo drammatico, con una contrazione complessiva del 76% su base annua. Il dato più eclatante riguarda le spedizioni verso gli Stati Uniti, che si sono ridotte del 92% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, secondo i dati ufficiali dell'Amministrazione generale delle dogane cinese.

Dati principali:

- Il valore totale delle esportazioni di magneti permanenti (codice doganale HS 85051110) è sceso a circa 100 milioni di dollari, dai quasi 400 milioni registrati nei picchi del 2022.
- Il crollo ha interessato anche altri grandi importatori, tra cui Germania, Giappone, Corea del Sud e Vietnam.

Implicazioni strategiche:

Questo calo riflette un contesto di crescente frammentazione delle catene di fornitura globali e un inasprimento delle tensioni geopolitiche, in particolare sul fronte delle materie prime critiche. Le terre rare, alla base della produzione di magneti permanenti, sono materiali essenziali per la transizione energetica, la difesa e il settore high-tech.

Per gli Stati Uniti, la brusca riduzione delle forniture dalla Cina rappresenta un campanello d'allarme. Aumenta l'urgenza di diversificare le fonti di approvvigionamento, rafforzare le capacità estrattive e industriali interne, e costruire alleanze strategiche con partner affidabili in ambito minerario e manifatturiero.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il crollo delle esportazioni cinesi non è solo un segnale economico, ma una leva geopolitica destinata ad avere conseguenze strutturali sulle politiche industriali e commerciali occidentali nei prossimi anni.

Export cinesi di magneti

-76% a maggio

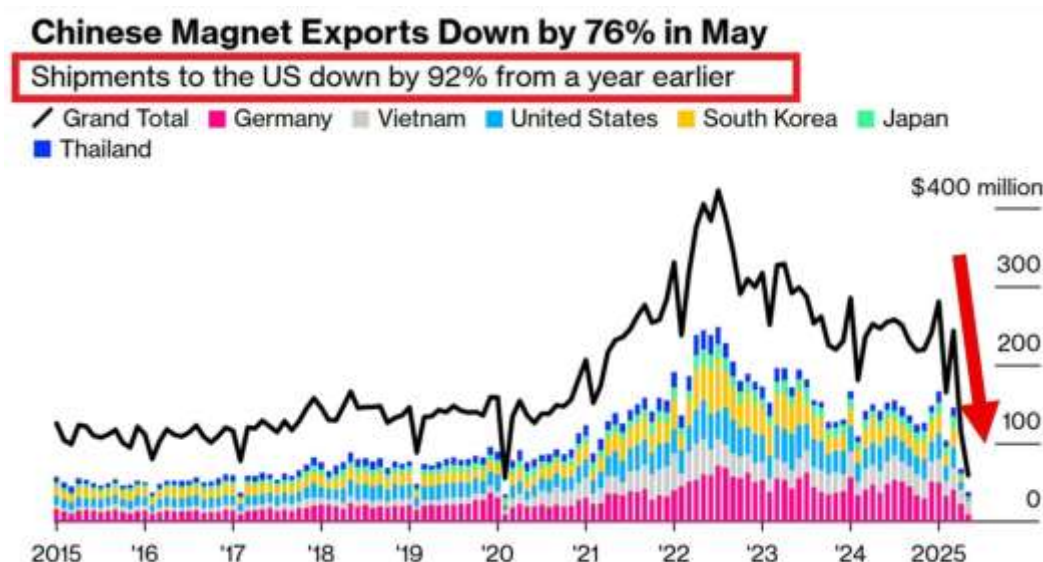


Grafico: 43

Fonte: China Custom Administration

Le partecipazioni cinesi in titoli del Tesoro statunitensi sono scese a 757 miliardi di dollari, segnando un calo strutturale rispetto al picco di 1.300 miliardi raggiunto negli anni precedenti. Al contrario, il Regno Unito ha aumentato costantemente la propria esposizione, raggiungendo 807 miliardi di dollari e superando per la prima volta la Cina come secondo detentore straniero di debito sovrano USA, secondo i dati del Tesoro statunitense.

Osservazioni principali:

- La Cina si ritira in modo graduale ma costante. Dal 2015, Pechino ha ridotto in modo sistematico la sua esposizione ai Treasury, in un contesto segnato dalla diversificazione valutaria, da crescenti tensioni geopolitiche e da un ribilanciamento delle priorità di liquidità interne.
- Il Giappone rimane saldo al primo posto, con una posizione di 1.130 miliardi di dollari, nonostante una lieve flessione rispetto ai massimi del 2021.
- Il Regno Unito avanza. L'aumento delle posizioni britanniche sembra riflettere non tanto un orientamento sovrano, quanto l'attività crescente di hedge fund e depositari globali con sede a Londra, che operano per conto di clienti internazionali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Implicazioni chiave:

1. Geopolitica e diversificazione. Il graduale disimpegno cinese si inserisce in una strategia più ampia di riduzione della dipendenza dal dollaro, coerente con la rivalità sistemica tra Oriente e Occidente.
2. Mercato ancora solido. Nonostante l'uscita di player storici, la domanda globale per i Treasury resta elevata, grazie all'interesse persistente da parte di banche centrali minori, fondi pensione e investitori privati.
3. Nuovi equilibri di rischio. Il vero cambiamento non è nella quantità di domanda, ma nella natura dell'acquirente marginale: il passaggio da governi a istituzioni di mercato potrebbe rendere il sistema più reattivo ai movimenti dei tassi e potenzialmente più volatile.

L'appetito globale per il debito statunitense è ancora vivo, ma il profilo degli acquirenti è cambiato. Capire chi compra, e non solo quanto, sarà cruciale per valutare la stabilità futura del mercato dei Treasury.

UK più della Cina

Holding di titoli di stato USA



Grafico: 44

Fonte: US Treasury

Oggi gli investitori mantengono un'esposizione relativamente contenuta al settore energetico, soprattutto se osservata in un'ottica comparativa rispetto ad altri settori.

Storicamente, configurazioni di questo tipo, caratterizzate da posizionamenti sottopesati e scarsa partecipazione, hanno spesso preceduto ribilanciamenti significativi, guidati da una rivalutazione delle prospettive fondamentali o da un cambio di narrativa macro.

In questo contesto, sono a mio agio nell'assumere posizioni contro il consenso, soprattutto quando il sentiment è distorto e il potenziale rischio/rendimento è favorevole.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La correlazione tra azioni europee e euro si sta indebolendo

Euro Stoxx 50 riceve un impulso sempre più modesto dalla valuta unica



Grafico: 45

Fonte: Bloomberg

La forza dell'euro non è più un fattore determinante per le azioni europee.

La correlazione storicamente forte tra l'euro e l'indice Euro Stoxx 50 si sta rompendo, come mostrano gli ultimi dati di Bloomberg.

Per gran parte degli ultimi due anni, le azioni dell'Eurozona hanno beneficiato direttamente di una valuta in rialzo, ma ora questo legame si sta indebolendo. Con la correlazione vicina allo zero, la performance azionaria è trainata più dai fondamentali e dalla rotazione settoriale che dai movimenti valutari.

Ciò ha importanti implicazioni per gli asset allocator globali. L'esposizione valutaria da sola non è più un segnale affidabile per il posizionamento azionario in Europa.

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