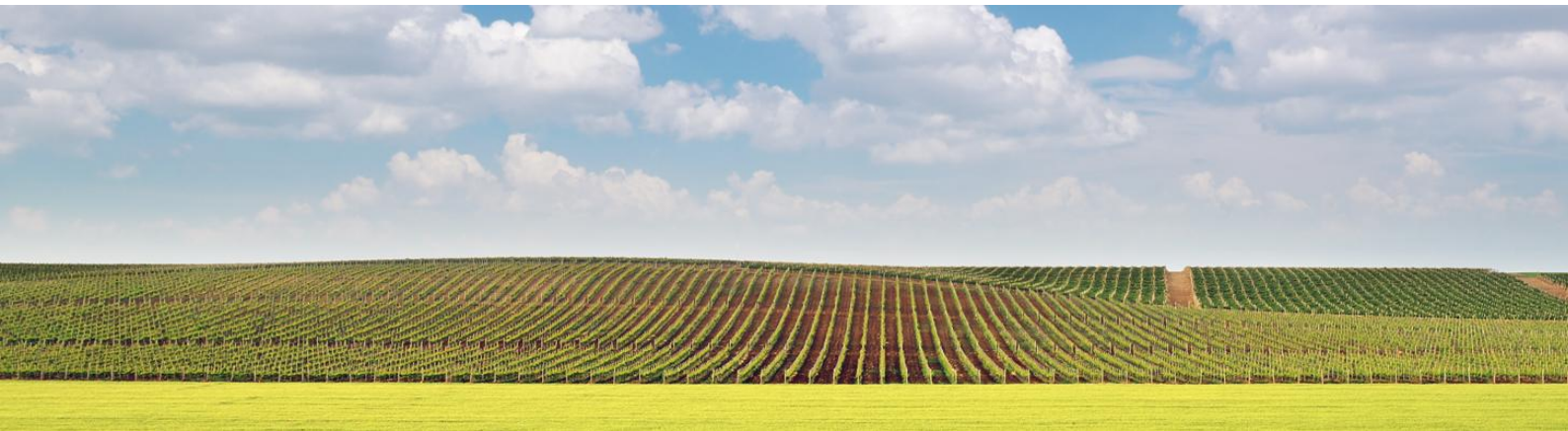


REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. XI

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

Tassi USA sotto controllo: il Treasury difende il 10 anni al 4%

La strategia di Washington per gestire deficit e politica monetaria pesa sul dollaro

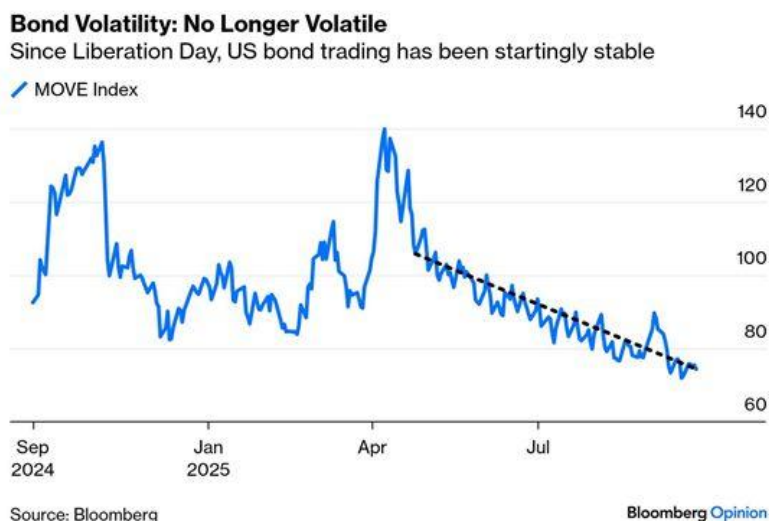


Grafico: 1

Fonte: Vincent Mortier (Amundi)

La volatilità delle obbligazioni statunitensi ha mostrato una tendenza al ribasso, seguendo un percorso lineare da aprile. I tassi USA appaiono ben sotto controllo: il decennale si mantiene poco sopra il 4%, livello in linea con l'obiettivo del Dipartimento del Tesoro. Anche la parte breve della curva segnala aspettative di tassi più bassi, alimentate dalle speculazioni su ulteriori tagli della Fed, che continua a subire forti pressioni.

Il controllo dei rendimenti rappresenta una scelta strategica per gli Stati Uniti, indispensabile per sostenere un deficit pubblico di dimensioni così elevate. In altre parole, il mercato resta in una sorta di "somministrazione controllata". In questo contesto, il dollaro USA non può che tendere al ribasso.

Buyback e EPS: un'illusione contabile che gonfia i numeri dell'S&P 500

Dal 2016 la crescita degli utili per azione appare trainata più dai riacquisti che da reali miglioramenti aziendali

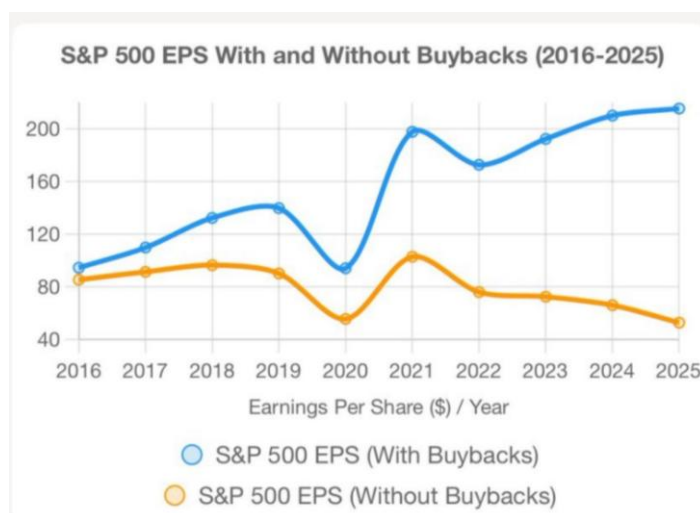


Grafico: 2

Fonte: Internal analysis

Il grafico sopra mostra con chiarezza come i buyback gonfino artificialmente l'EPS: riducendo il numero di titoli in circolazione, gli utili per azione appaiono più elevati anche quando i profitti complessivi delle aziende non crescono in misura proporzionale.

Dal 2016 in avanti, gran parte della crescita dell'EPS dell'S&P 500 sembra derivare più dai buyback che dalla reale crescita degli utili. La linea arancione, che rappresenta l'EPS "senza buyback", evidenzia un andamento stagnante e persino un brusco calo dopo il 2021.

Questa dinamica può indurre gli investitori a credere che le società abbiano fondamentali solidi, quando in realtà gran parte del miglioramento è puramente contabile. Ne risulta un effetto ottico che maschera possibili debolezze strutturali, come la scarsa crescita della produttività o utili stagnanti.

Private Equity: il nuovo copione per generare alpha

Dal leverage all'operatività: come stanno cambiando i ritorni



Immagine: 1

Fonte: Internal analysis

Durante una cena con una società di private equity è emerso un punto chiaro: il copione sta cambiando.

Per anni i rendimenti derivavano soprattutto dalla leva finanziaria e dal rifinanziamento. Oggi, con il debito più costoso e le opportunità di arbitraggio ormai ridotte, la partita si gioca altrove.

I ritorni oggi nascono da:

- ristrutturare le aziende, non soltanto i bilanci;
- costruire sistemi, talento e cultura;
- valorizzare gli operatori come veri *rainmaker*.

La nuova alpha ha la sua origine nell'ingegneria operativa, non più (solo) in quella finanziaria. Se iniziassi oggi, punterei lungo sulle operations: è lì che si vince.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Mercati: oltre la narrativa del “Casinò digitale”

Dal 2019 i ritorni sono stati spinti soprattutto dalla crescita degli utili

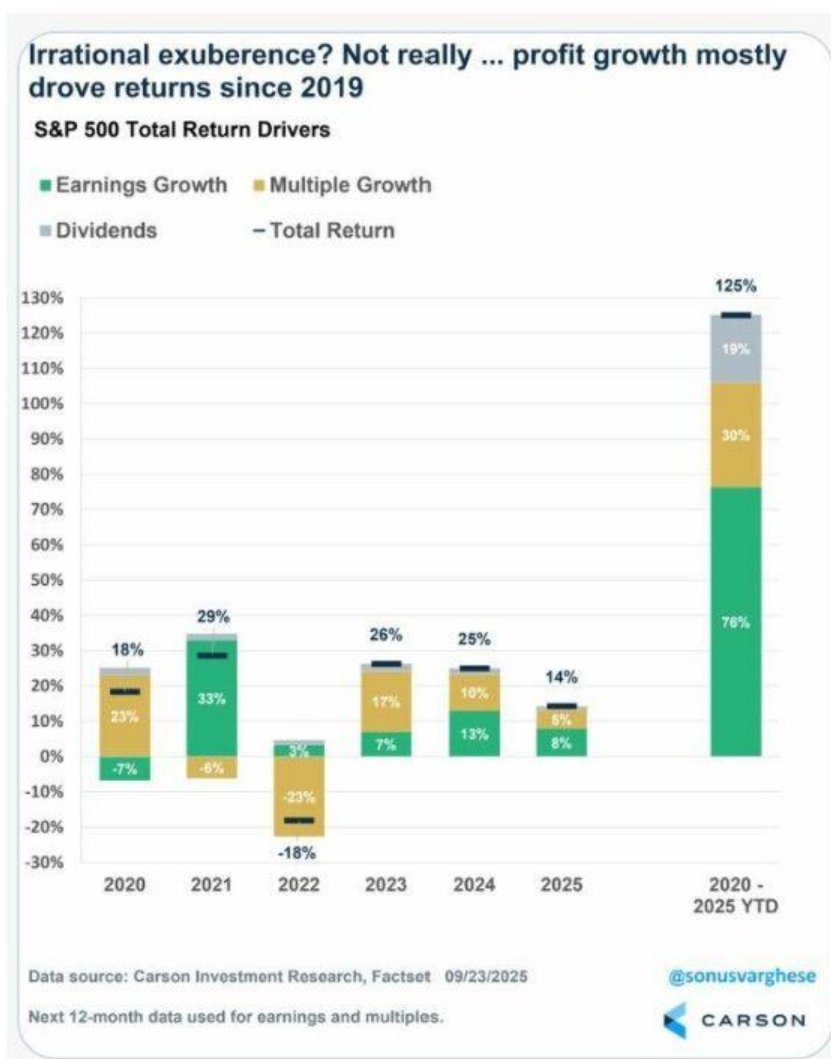


Grafico: 3

Fonte: Carson Investment Research, Factset

Non tutti i grafici raccontano il mercato come se fosse diventato un nuovo Casinò digitale.

Il grafico mostra infatti come, dal 2019, la gran parte dei rendimenti sia stata guidata dalla crescita degli utili aziendali piuttosto che da pura speculazione.

Una lettura che ridimensiona la percezione di euforia irrazionale e restituisce un'immagine più solida dei driver fondamentali di mercato.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Dalla “cinesata” al Made in China di qualità

Oggi la Cina è sinonimo di innovazione, design e brand globali



Grafico: 4

Un tempo dire “cinesata” significava parlare di prodotti economici e di scarsa qualità. Oggi la realtà è radicalmente cambiata: in poco più di vent’anni la Cina è passata dall’essere terzista per il mondo intero a protagonista dell’innovazione.

Il grafico ne è un esempio: la varietà e il posizionamento dei produttori automobilistici cinesi riflettono non più solo una logica di prezzo basso, ma una spinta verso qualità, design e creatività.

Le nuove generazioni non associano la produzione cinese soltanto al costo competitivo, ma la riconoscono sempre più come fonte di valore e di identità culturale.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

I giganti dell'AI si caricano di debito record

Le aziende tecnologiche sfruttano i costi di finanziamento bassi per aumentare la leva, con Oracle in testa

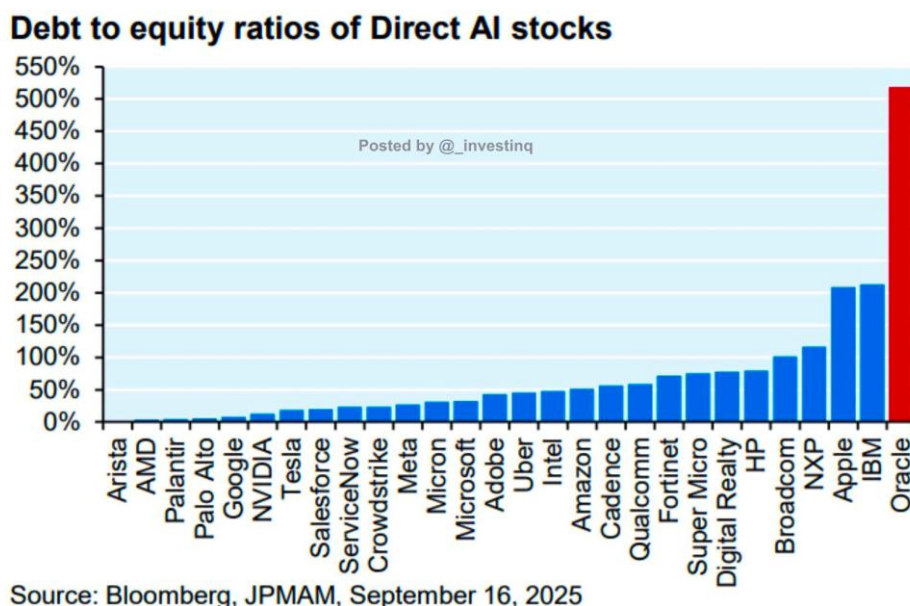


Grafico: 5

Fonte: StockMarket.news

Le vendite di obbligazioni societarie statunitensi hanno raggiunto livelli storici, mentre le aziende tecnologiche si affrettano a prendere in prestito approfittando dei tassi in calo.

Le emissioni investment grade hanno superato i 190 miliardi di dollari a settembre, mentre le obbligazioni high yield hanno segnato il mese più intenso dal 2021, raggiungendo i 43 miliardi di dollari.

Oracle ha guidato la corsa con un'emissione da 26 miliardi di dollari, attirando quasi 88 miliardi di dollari di domanda. Questa operazione ha portato il suo rapporto debito/patrimonio netto oltre il 500%, il più alto tra le aziende nel settore dell'intelligenza artificiale.

Nel complesso, le aziende tecnologiche hanno raccolto 157 miliardi di dollari nel mercato obbligazionario da inizio anno, il livello più alto dal 2020. Si tratta di un incremento del 70% rispetto al 2024 e più del doppio rispetto al 2023.

Anche Apple, IBM e altri giganti stanno aumentando la leva finanziaria, mentre gli investitori continuano a inseguire rendimenti elevati e gli spread si restringono ai minimi degli ultimi quasi 30 anni.

L'intelligenza artificiale non sta solo trasformando i mercati, ma si sta finanziando con un debito record, come evidenziato nel grafico dei rapporti Debt to Equity delle principali azioni AI.

RedFish Capital Partners

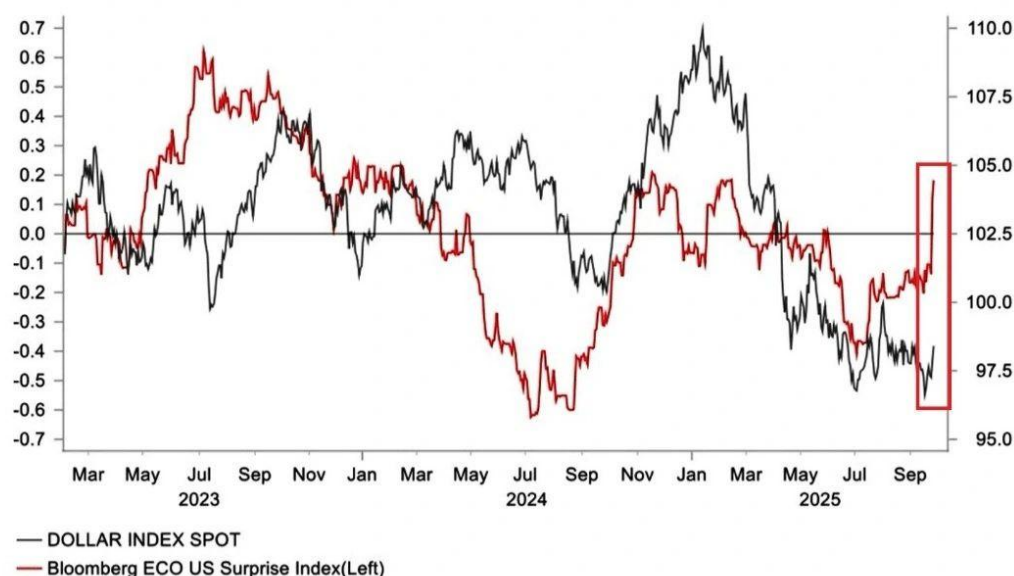
investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il dollaro USA pronto a un rimbalzo?

L'Economic Surprise Index diventa positivo per la prima volta da febbraio, mentre le scommesse short sul dollaro raggiungono livelli record

US ECONOMIC SURPRISE INDEX HAS SURGED – WILL USD FOLLOW?



Source: Bloomberg, Macrobond & MUFG GMR

Grafico: 6

Fonte: The Kobeissi Letter

Questa settimana, il Bloomberg US Economic Surprise Index è tornato positivo per la prima volta da febbraio. L'indice misura quanto i dati economici effettivi si discostano dalle stime di consenso.

Storicamente, un Economic Surprise Index positivo e in crescita è spesso seguito da un rafforzamento del dollaro USA.

Nel frattempo, le posizioni corte speculative sul dollaro detenute da gestori patrimoniali e fondi a leva hanno raggiunto il livello più alto dall'inizio del 2021.

Questa combinazione di dati positivi e scommesse estreme solleva la possibilità di uno short squeeze sul dollaro USA, potenzialmente spingendo la valuta verso un rimbalzo significativo.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Investimenti in software e tecnologia trainano la crescita del PIL USA

Per la prima volta, il contributo di software e tech supera 1 punto percentuale, superando i livelli della bolla Dot-Com

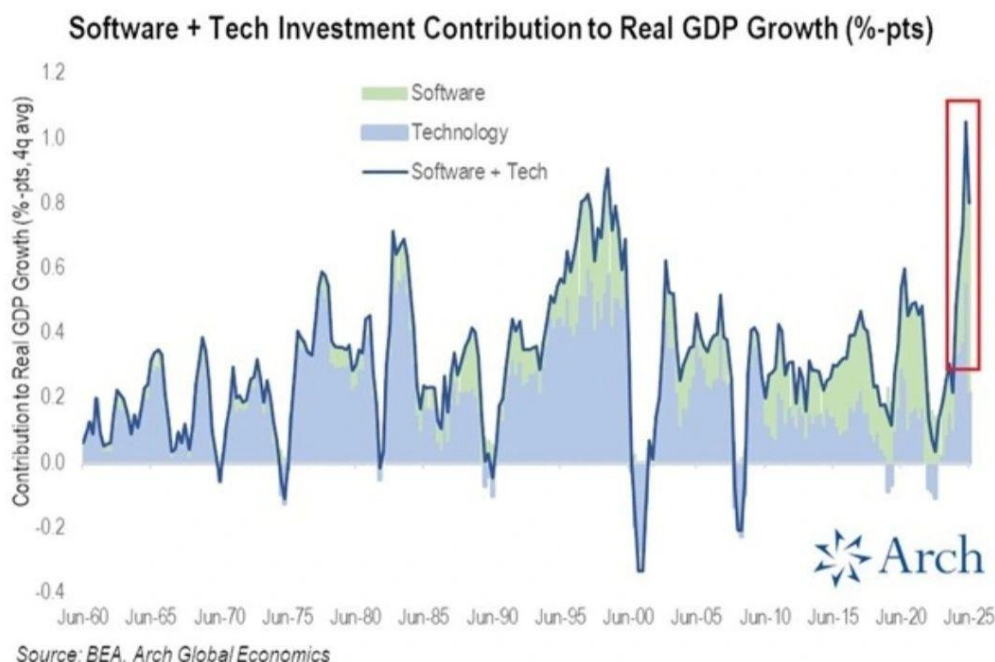


Grafico: 7

Fonte: The Kobeissi Letter

Per la prima volta nella storia, il contributo degli investimenti in software e tecnologie alla crescita del PIL reale degli Stati Uniti ha superato 1 punto percentuale.

Negli ultimi trimestri, questo contributo è praticamente raddoppiato, superando anche il precedente picco registrato durante la bolla delle Dot-Com nel 1998.

Tuttavia, dopo lo scoppio di quella bolla, le aziende di software e tecnologia furono il principale freno al PIL durante la recessione del 2001. Deutsche Bank stima che, senza la spesa tecnologica, l'economia statunitense sarebbe stata vicina o addirittura in recessione.

Oggi, il boom dell'intelligenza artificiale sta guidando nuovamente la crescita economica, sottolineando il ruolo cruciale degli investimenti tecnologici nel sostenere il PIL statunitense.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Argentina: tra austerità, peso forte e una nuova linea swap USA

Milei riduce l'inflazione, ma le riserve valutarie restano basse; Washington offre 20 miliardi per sostenere la valuta

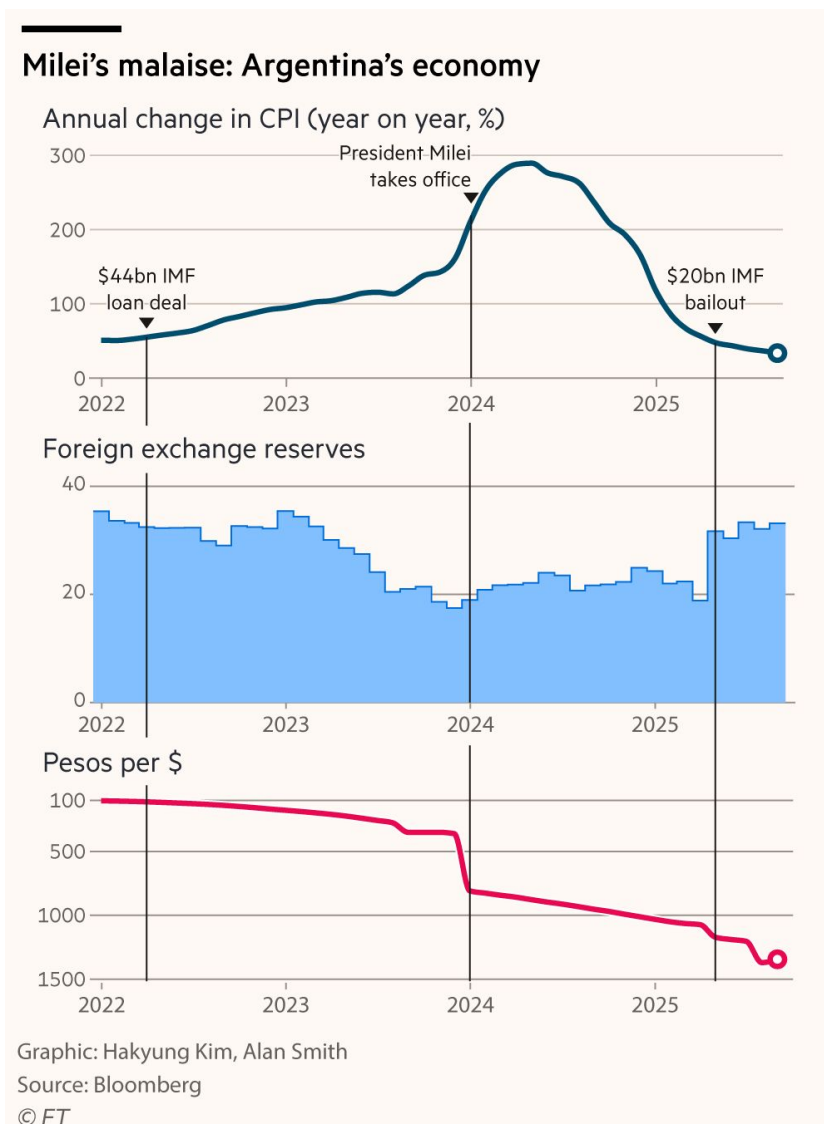


Grafico: 8
Fonte: Financial Times

Javier Milei ha promesso di domare l'inflazione cronica dell'Argentina. Al centro della strategia del governo ci sono rigide misure di austerità e il mantenimento della forza del peso argentino.

Pur riuscendo a ridurre l'inflazione dai suoi massimi storici, il governo non è riuscito a rafforzare le già scarse riserve di valuta estera, dando priorità al sostegno della moneta nazionale e al contenimento dei costi delle importazioni.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli Stati Uniti hanno lanciato un'offerta di linea swap da 20 miliardi di dollari per aiutare l'Argentina a frenare la pressione sul peso. Rimane però il dubbio se questa misura possa porre fine alla crisi: il paese è ormai al ventitreesimo programma del FMI dagli anni '50.

Riuscirà l'ancora di salvezza statunitense a rompere il ciclo ricorrente di crisi valutarie, o le dinamiche interne continueranno a rappresentare un rischio sovrastante?

168 tagli dei tassi globali: perché il dollaro resta debole

Nonostante i tagli record dei tassi, il dollaro USA registra la sua peggiore performance dagli anni '70

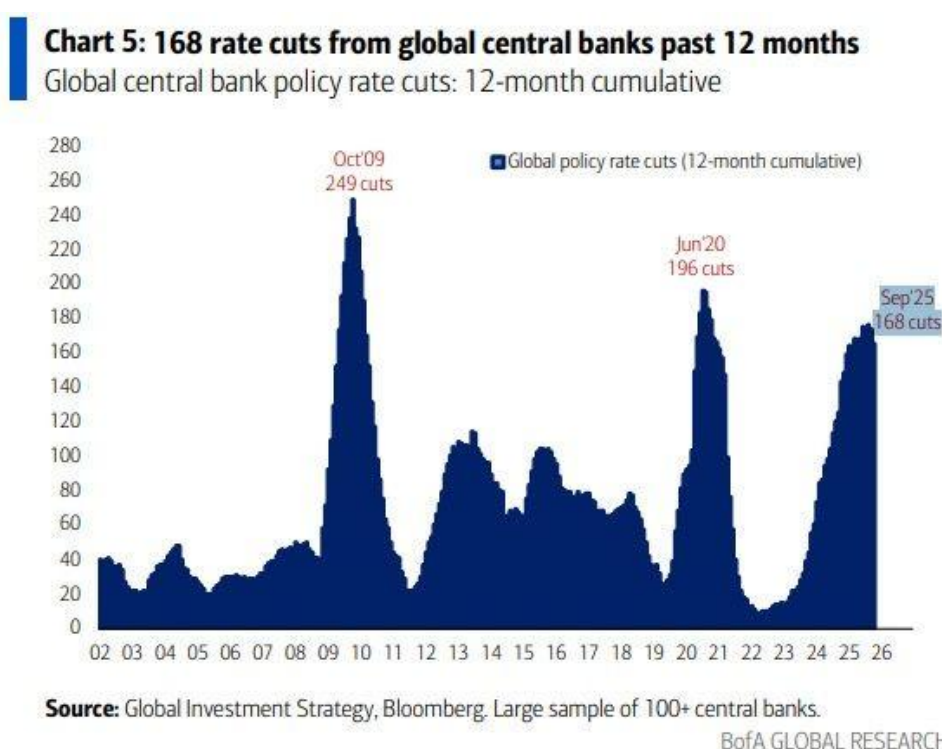


Grafico: 9
Fonte: Tavi Costa

Negli ultimi 12 mesi, le banche centrali di tutto il mondo hanno effettuato 168 tagli dei tassi, ma il dollaro USA ha comunque registrato la sua peggiore performance dagli anni '70.

Secondo alcuni analisti, ci troviamo nelle prime fasi di un declino pluriennale della valuta statunitense. Il recente consolidamento del DXY, dopo aver testato un livello di supporto che non veniva toccato da 14 anni, potrebbe creare incertezza tra gli investitori.

Tuttavia, le prospettive a lungo termine rimangono solide, e l'allontanamento globale dagli asset incentrati sugli Stati Uniti rappresenta una tendenza significativa contro cui difficilmente conviene scommettere.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Concentrazione record nel mercato azionario USA

I primi 10% dei titoli ora rappresentano il 78% della capitalizzazione, un livello mai visto dai ruggenti anni '30



Grafico: 10

Fonte: The Kobeissi Letter

I primi 10% dei titoli più grandi degli Stati Uniti ora rappresentano un record del 78% della capitalizzazione di mercato complessiva, superando di 3 punti percentuali il precedente picco registrato negli anni '30.

Questo livello supera anche il massimo della bolla delle Dot-Com del 2000, quando la quota era del 74%. Per fare un confronto, negli anni '80 la percentuale dei titoli più grandi era inferiore al 50%.

Parallelamente, i primi 10 titoli dell'S&P 500 pesano ora il 41% della capitalizzazione complessiva, evidenziando come il mercato sia diventato straordinariamente concentrato.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Case accessibili? Le 3 condizioni secondo Fannie Mae

Servirebbe un crollo dei prezzi, un boom dei redditi o un forte calo dei tassi ipotecari

According to Fannie Mae calculations, it would take one of three things, or a combination of them, for affordability to return to 2016-2019 levels: The median price of a single-family home would need to fall 38% to \$257,000 from September's \$414,340; median household income would have to rise more than 60% to \$134,500; or the mortgage rate would need to fall to 2.35% from roughly 6.5%.

Immagine: 2

Fonte: Fannie Mae

Secondo Fannie Mae, per riportare le abitazioni a livelli accessibili negli Stati Uniti dovrebbe verificarsi uno dei seguenti scenari estremi:

1. I prezzi delle case dovrebbero crollare di circa -38%;
2. I redditi delle famiglie dovrebbero crescere di oltre +60%;
3. I tassi ipotecari dovrebbero scendere di circa -415 punti base.

Ognuna di queste tre condizioni richiederebbe cambiamenti macroeconomici di portata eccezionale.

Domanda inevitabile: come siamo arrivati a una situazione in cui l'accessibilità abitativa dipende da scenari così radicali?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

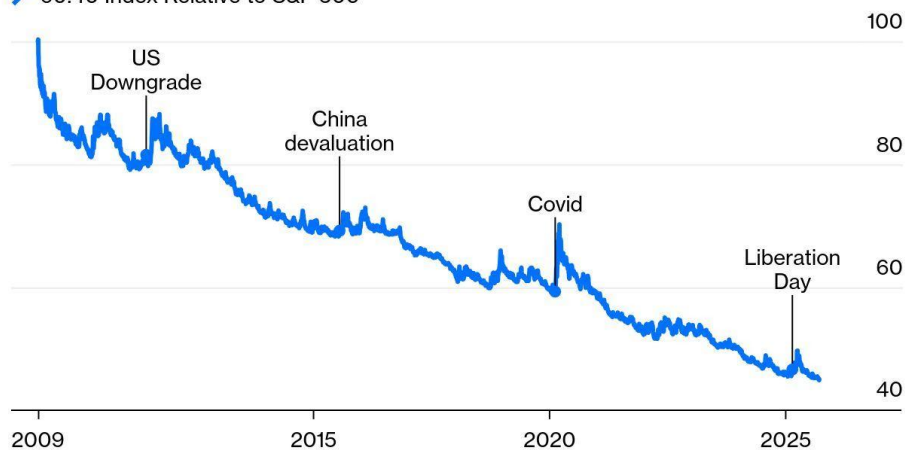
De Profundis per il portafoglio 60/40

Il mix classico di azioni e obbligazioni perde smalto in un contesto di inflazione e tassi più alti

Ever Shorter, Not-So-Sharp Shocks

Since the GFC, diversification with bonds has been a costly exercise

60:40 Index Relative to S&P 500



Source: Bloomberg
Data is normalized with factor 100 as of March 6, 2009.

Bloomberg Opinion

Grafico: 11
Fonte: Bloomberg

Per decenni, la combinazione 60% azioni e 40% obbligazioni è stata considerata l'asset allocation ideale per bilanciare rischio e rendimento. Oggi, però, i dati raccontano una storia diversa.

Dal 2009 in avanti, il portafoglio 60/40 ha costantemente sottoperformato l'S&P 500, con solo brevi momenti di sollievo durante shock di mercato come il downgrade del debito USA, la svalutazione della Cina e la crisi Covid. La traiettoria resta chiara: un declino strutturale.

Il nodo principale è che le obbligazioni non offrono più la protezione né i rendimenti del passato. A ciò si aggiungono l'eccezionale over performance dell'S&P 500, i tassi in rialzo negli ultimi cinque anni e il ritorno dell'inflazione come fattore dominante.

In questo scenario, il tradizionale equilibrio del 60/40 sembra sempre meno efficace.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

USA: crescita resiliente ma appesa all'AI

L'economia regge tra timori di recessione, forza del lavoro e investimenti record nella tecnologia



Immagine: 3

Fonte: Kairos

Nel primo semestre 2025 l'economia americana è cresciuta dell'1,75%, nonostante i timori di recessione e stagflazione. Le stime della Fed per la seconda metà dell'anno indicano un'accelerazione al +2,1% e +2,2%.

Il mercato del lavoro rimane solido, con un tasso di disoccupazione al 4,3%, livello compatibile con il pieno impiego. La creazione di nuovi posti di lavoro è rallentata, ma soprattutto per il crollo dell'immigrazione (da 3 milioni l'anno con Biden a quasi zero con Trump). Oggi l'equilibrio si raggiunge con appena 0-50 mila nuovi posti al mese, invece dei 150-200 mila di un tempo. Le richieste di sussidi restano basse: il mercato non è davvero "debole".

La narrativa di una fuga dagli asset americani non trova conferma:

- Il dollaro è sceso per motivi tecnici di copertura, non per deflussi reali
- I Treasury restano stabili nelle mani straniere
- L'azionario mostra flussi positivi da inizio anno

Il motore della crescita sono gli investimenti, concentrati quasi esclusivamente sull'intelligenza artificiale. Ma qui risiede anche il rischio: se l'AI rallentasse, gli effetti si vedrebbero su PIL, borse, consumi, entrate fiscali e deficit, rendendo più complessa la gestione dei tassi a lungo termine.

Sul piano globale, la Cina si conferma più pragmatica ed efficiente, mentre gli USA puntano sulla potenza di calcolo ma con crescenti limiti energetici.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La correzione azionaria di settembre è stata vista come salutare, dopo l'entusiasmo eccessivo per i maxi-investimenti in AI (3 trilioni già allocati).

In ambito di politica monetaria, la campagna di Miran (consigliere di Trump) per forti tagli dei tassi potrebbe surriscaldare l'economia e destabilizzare i mercati, ma anche fungere da assicurazione in caso di delusioni sull'AI.

Conclusione strategica: restare prudenti sui bond a lunga scadenza, mantenere esposizione su borse, oro e Cina.

Sarkozy in carcere, ma la Libia resta in macerie

Condannato a cinque anni per finanziamenti illeciti da Gheddafi: il paradosso dell'ex presidente che guidò l'intervento Nato del 2011



Immagine: 4

Fonte: Andrea Muratore

Il Tribunale di Parigi ha condannato l'ex presidente francese Nicolas Sarkozy a cinque anni di carcere da scontare immediatamente, senza sospensione, per associazione a delinquere legata alla ricezione di finanziamenti illegali dalla Libia di Muammar Gheddafi nella campagna elettorale vittoriosa del 2007.

Un contrappasso dantesco: proprio contro quella Libia e contro lo stesso Gheddafi, nel 2011 Sarkozy guidò l'intervento militare della Nato dopo l'inizio della Primavera Araba, sponsorizzando i raid aerei contro le forze del Colonnello impegnate nella guerra civile.

Dietro l'operazione lanciata il 19 marzo 2011 dai caccia Rafale decollati da Sigonella vi erano molteplici motivazioni:

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

- l'ambizione francese di guidare la politica militare europea;
- la volontà di mostrare autonomia dagli Stati Uniti;
- l'obiettivo di sottrarre influenza all'Italia, che aveva appena siglato un trattato di amicizia con Tripoli insieme a Gheddafi.

Non si può escludere anche un calcolo politico personale: in vista delle elezioni del 2012 (poi perse contro François Hollande), Sarkozy avrebbe potuto voler prevenire possibili ricatti del Colonnello sui presunti finanziamenti illeciti ricevuti nel 2007.

Giappone: rendimento per gli azionisti ai massimi dal 2008

Lo shareholder yield giapponese quasi doppio rispetto a quello dell'S&P 500

MSCI Japan Shareholder Yield (Div. Yield + Buyback Yield) vs. S&P 500

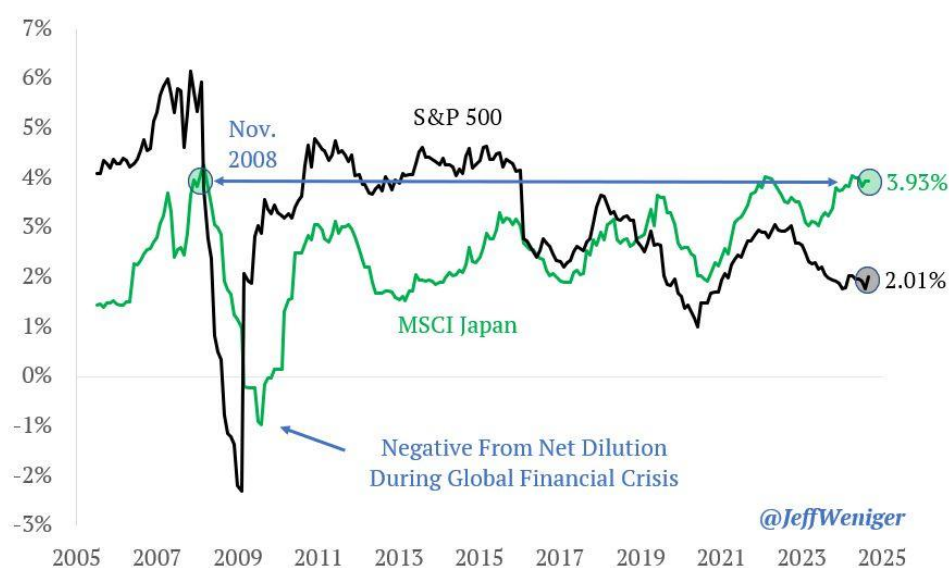


Grafico: 12

Fonte: Charles Henry Monchau

Il rendimento per gli azionisti in Giappone (dato dalla somma di dividend yield e buyback yield) è salito ai livelli più alti da novembre 2008.

Attualmente, lo shareholder yield dell'MSCI Japan si attesta al 3,93%, quasi il doppio rispetto al 2,01% registrato dallo S&P 500.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

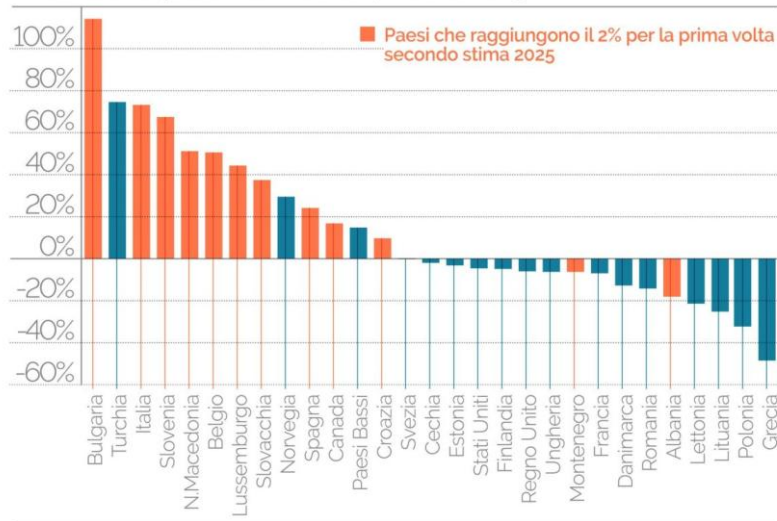
Un segnale che riflette la crescente attenzione delle società giapponesi verso la remunerazione degli azionisti, in un contesto di riforme sulla governance e di ritorno del Giappone al centro dell'interesse dei mercati globali.

NATO: tutti al 2% del PIL per la difesa

Per la prima volta dalla Guerra Fredda, ma non tutti i fondi vanno a rafforzare la capacità militare

Spesa NATO: cosa c'è dentro il 2%?

Variazione % quota "Altro" tra 2024 e stima 2025



Nota: dati non disponibili per Germania e Portogallo.
Fonte: elaborazioni ISPI su dati NATO

ISPI

Grafico: 13

Fonte: ISPI

Per la prima volta dalla fine della Guerra Fredda, tutti i Paesi membri della NATO hanno raggiunto la soglia del 2% del PIL destinato alla difesa.

Una scelta dettata anche dalla volontà di compiacere Donald Trump e garantirsi così la protezione degli Stati Uniti.

Tuttavia, solo una parte delle nuove risorse è stata realmente destinata al rafforzamento immediato delle capacità militari e di deterrenza. Dietro la soglia simbolica del 2% si nasconde quindi una realtà più complessa, in cui la spesa effettiva per potenziare la difesa varia sensibilmente da Paese a Paese.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Private equity: il rischio default dietro i buyout

Storicamente 1 deal su 5 finisce male. I dati recenti mostrano un calo, ma più apparente che reale

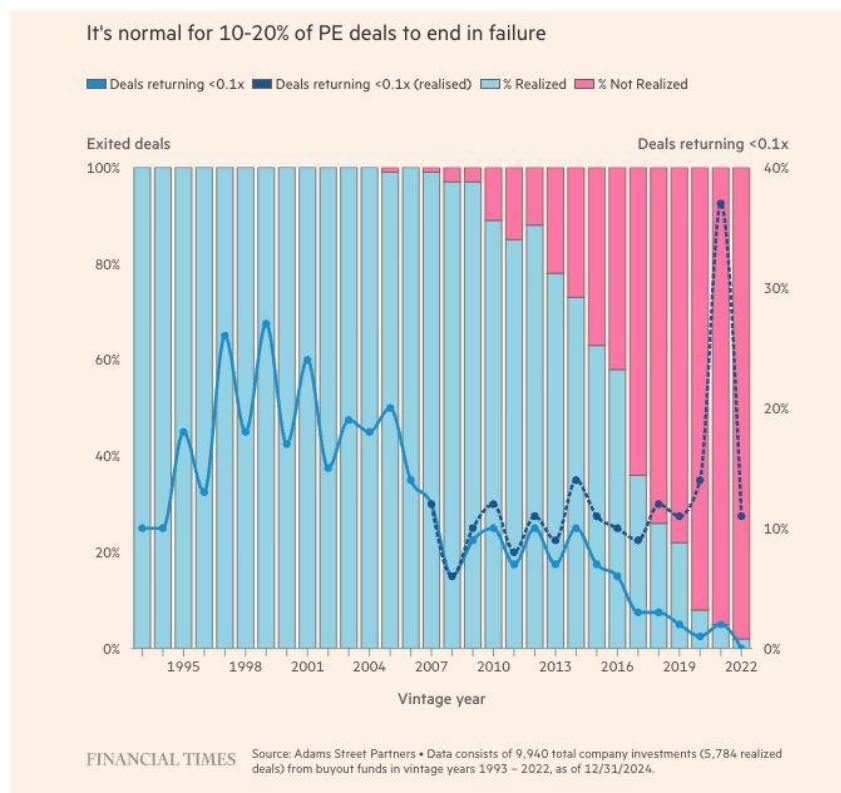


Grafico: 14

Fonte: FT Alphaville

Adam Street Partners, gestore del mercato privato con oltre 62 miliardi di dollari in AuM, traccia da decenni l'andamento dei fondi di private equity e delle società in portafoglio acquistate e vendute da questi veicoli.

Secondo i dati raccolti (oltre 5.700 operazioni concluse e altre 4.100 ancora attive), nei 20 anni fino al 2013 circa il 15% delle società di buyout è fallito o è stato liquidato quasi a zero.

Negli ultimi 10 anni, invece, la percentuale di “ciambelle” è scesa al 3,5%. Ma, avverte Jeff Diehl, managing partner della società, questo calo riflette soprattutto la mancanza di exit: molte operazioni restano ancora in portafoglio e non hanno ancora visto cristallizzare il proprio destino.

Per esempio, circa il 6% dei deal del 2016 già realizzati è fallito, ma ben 40% delle operazioni di quell'anno non è stato ancora chiuso.

Le previsioni di Adam Street: tra il 10% e il 25% dei buyout realizzati tra il 2016 e il 2022 finiranno probabilmente in cancellazioni totali.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

USA ai massimi, ma è la Cina a sorprendere

Il tech cinese batte quello americano, dopo essere stato bollato come “uninvestibile” solo pochi mesi fa



Grafico: 15
Fonte: Bloomberg

Mentre gli occhi restano puntati sui nuovi massimi del Nasdaq e su Nvidia, ormai vicina ai 4,5 trilioni di dollari di market cap, la vera sorpresa arriva da Pechino.

Il settore tech cinese ha infatti superato quello americano in termini di performance, ribaltando la narrativa di appena 6-9 mesi fa, quando molte banche d'affari USA lo definivano “uninvestibile” per i rischi politici legati a Xi Jinping.

I numeri parlano chiaro:

- CSI 300: +18%;
- Hang Seng Tech: +33%.

E tra i singoli titoli:

- Alibaba: +93%;
- Baidu: +62%;

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

- Tencent: +52%.

Trainati da multipli molto più bassi rispetto ai competitor americani, i colossi cinesi stanno vivendo un vero risveglio.

La domanda ora è duplice:

- Wall Street tornerà a considerare la Cina “investible”?
- E per gli investitori, non sarà forse il momento di capitalizzare qualcosa in America e guardare a nuovi lidi?

USA: il deleveraging continua

Il debito privato scende ai minimi degli ultimi 20-25 anni, anche per il 50% più povero della popolazione

United States - Credit from All sectors to Private non-financial sector at Market value, Percentage of GDP, Adjusted for breaks

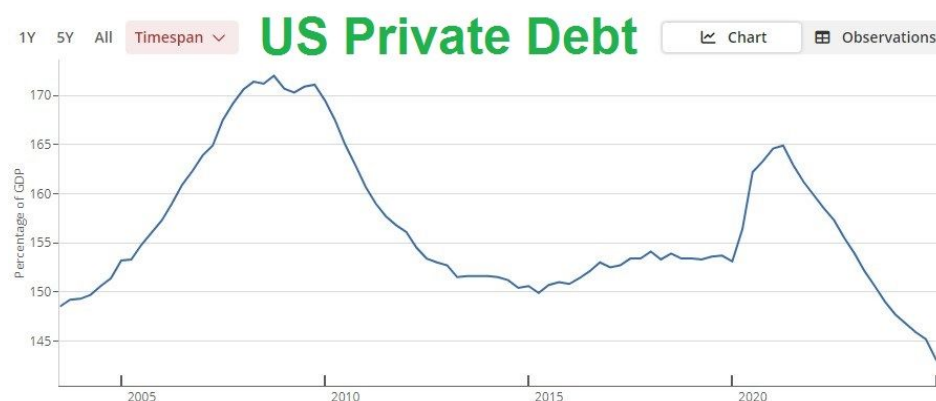


Grafico: 16

Fonte: BIS Data Portal

Negli Stati Uniti prosegue la fase di riduzione dell'indebitamento del settore privato, con i livelli di debito ai minimi degli ultimi 20-25 anni.

Spesso i dati aggregati possono mascherare realtà meno rassicuranti, ma in questo caso anche i bilanci del 50% più povero della popolazione sembrano confermare la tendenza in atto.

Un deleveraging che segna un cambiamento strutturale rispetto ai decenni passati e che potrebbe avere implicazioni di lungo periodo sulla crescita e sulla stabilità finanziaria.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Big Tech e IA: il capex raggiunge livelli record

Gli investimenti in intelligenza artificiale salgono al 72% del flusso di cassa operativo, simili ai picchi delle telecom negli anni 2000

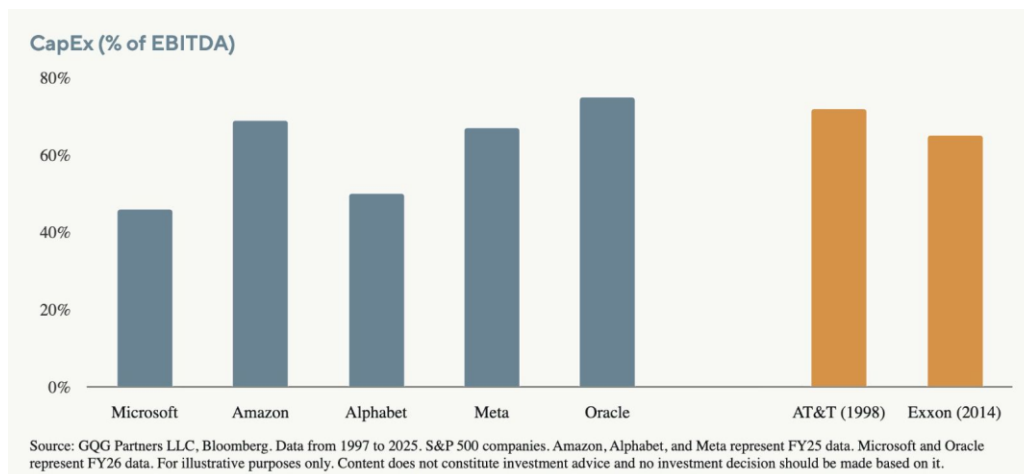


Grafico: 17

Fonte: Alfonso Paccatiello

Come mostra il grafico, il capex delle Big Tech in percentuale dell'EBITDA si attesta intorno al 60%, un livello paragonabile al 72% di AT&T al culmine della bolla delle telecomunicazioni del 2000.

Nel secondo trimestre 2025, il rapporto tra capex e flusso di cassa operativo degli investitori di intelligenza artificiale ha raggiunto il 72%, il più alto mai registrato, raddoppiando in soli due anni.

Finora, le aziende hanno finanziato questi investimenti con gli utili, ma nel 2026 ci si aspetta il ricorso al debito per sostenere la prossima fase di crescita guidata dagli investimenti in IA.

Questo capex contribuisce direttamente al PIL statunitense, ma il passaggio da investimenti finanziati in contanti a investimenti finanziati dal debito rappresenta sempre un momento critico nei cicli economici.

Storicamente, le recessioni e i rallentamenti più significativi (ad esempio nelle tigri asiatiche, durante la crisi finanziaria globale o in Cina) si verificano dopo una bolla del credito privato che scoppia.

Per ora, stiamo beneficiando della fase di liquidità del ciclo di investimenti in IA, ma il 2026 sarà cruciale: si riuscirà a ottenere un ROI soddisfacente o il nuovo ciclo di investimenti finanziato dal debito genererà rischi e rendimenti dismetrici?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Euro vs Dollaro: 26 anni dopo, la storia si ripete?

Dall'EUR/USD iniziale a 1,1743 nel 1999 ai flussi globali del 2025: il dollaro oscilla, ma resta centrale



Grafico: 18
Fonte: Financial Times

Con la nascita dell'euro nel 1999, i detrattori erano convinti: "non durerà, il dollaro prevarrà e la moneta unica si dissolverà". Il primo prezzo dell'EUR/USD fu 1,1743, ma solo un anno dopo la moneta unica crollò a 0,82. Successivamente, i movimenti sono stati estremamente volatili, e oggi l'euro si trova nuovamente intorno a 1,17-1,18, praticamente allo stesso livello del 1999.

Il percorso è stato tutt'altro che lineare:

- 2000: minimo di 0,82
- 2008: massimo vicino a 1,60

Oggi, a 26 anni dall'introduzione, l'euro è vivo e rappresenta circa il 20% delle riserve globali, mentre il dollaro, pur più debole, resta lontano da una crisi strutturale.

Se guardiamo indietro di 40 anni, al Plaza Accord, le principali economie mondiali decisero che l'USD era troppo forte, causando un deprezzamento controllato che cambiò la storia dei mercati valutari.

Nel 2025, la storia sembra ripetersi:

- il dollaro ha iniziato la sua correzione
- i flussi globali continuano a sostenerlo grazie ai Treasury e a Wall Street

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'assetto macro riflette le intenzioni della Casa Bianca: tassi più bassi, USD debole, equity solida e niente recessione.

La vera partita si gioca su due fronti:

- a) interessi reali e differenziali di tasso, ancora a favore degli USA
- b) tenuta dei mercati azionari americani, che finché reggono impediscono un crollo del dollaro

Dato chiave: il 2025 segna il peggior anno per l'USD dai tempi del Plaza Accord, con un calo di oltre -13% contro l'euro e circa -10% verso le principali valute globali.

La domanda resta aperta: siamo davvero all'inizio di una nuova fase di debolezza strutturale del dollaro, o al primo segnale di crisi il mondo tornerà a rifugiarsi nel biglietto verde?

Eurozona: PMI composito in lieve rialzo, ma i dettagli restano deboli

Sentiment fiacco e ordini esteri in calo indicano una crescita ancora fragile nel secondo semestre

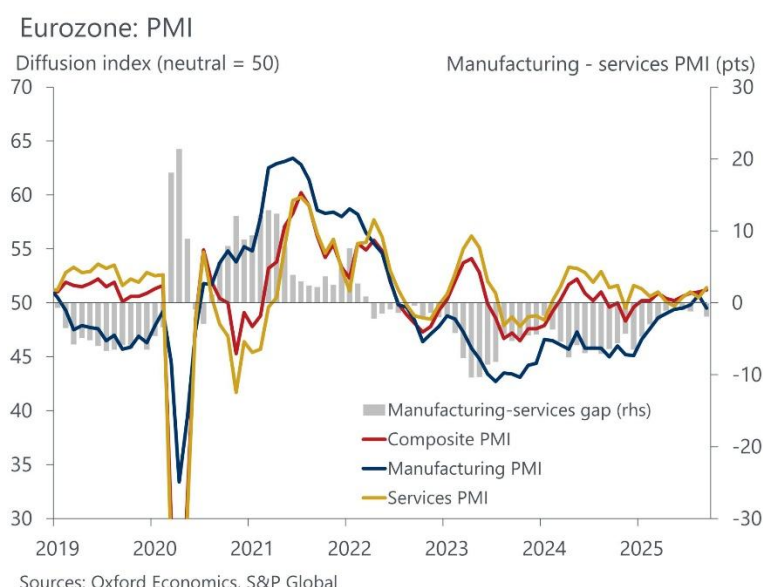


Grafico: 19

Fonte: Oxford Economics

Il PMI composito dell'Eurozona è salito lievemente a 51,2, ma questo piccolo aumento maschera la debolezza dei dettagli sottostanti.

Il sentiment rimane fiacco e gli ordini in entrata dall'estero continuano a peggiorare, segnalando che difficilmente si verificherà un forte rimbalzo dopo il calo delle esportazioni causato dall'introduzione dei dazi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il PMI è peggiorato in Francia, penalizzata dall'instabilità politica, mentre la crescita della Germania deve essere interpretata con cautela. L'ottimismo osservato riflette spesso l'attesa di nuovi progetti, che richiederanno tempo per essere implementati. Altre metriche chiave, che valutano le condizioni economiche reali, restano sottotono.

Nel complesso, non ci sono segnali di cambiamento significativo: la crescita dell'Eurozona dovrebbe rimanere debole nel secondo semestre 2025.

Industria europea: serve un "Whatever it takes"

Green Deal, nuove materie prime e sostegno strategico: le mosse per rafforzare l'Europa

++ Orsini, serve un 'Whatever it takes' per industria europea ++

'Occorre un cambio di passo e un patto responsabilità sociale'

22 Settembre , 16:53

(ANSA) - BOLOGNA, 22 SET - Di fronte all'attuale scenario economico "l'Europa deve decidere con urgenza se vuole mettere l'industria al centro e puntare alla competitività e non rischiare la deindustrializzazione. Serve un cambio di passo, un patto di responsabilità sociale tra tutti i partiti in Europa: come fu fatto a suo tempo da Draghi per salvare l'euro, oggi serve un 'Whatever it takes' anche per l'industria europea, perché abbia un futuro". Così il presidente di Confindustria, Emanuele Orsini a Bologna in occasione del Cersaie. (ANSA).

Immagine: 5

Fonte: ANSA

Non serve un PhD per capire le priorità per l'industria europea:

- Revisionare il Green Deal per renderlo più efficiente e realistico
- Aprire nuovi canali di approvvigionamento di materie prime strategiche
- Varare un QE della BCE per finanziare lo sviluppo di settori chiave: Difesa, Energia, Tech
- Alzare il protezionismo per difendere il Made in Europe dalla concorrenza cinese

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Occorre un cambio di passo e un patto di responsabilità sociale, per garantire che la crescita industriale europea sia sostenibile, strategica e resiliente.

Mercati in confusione: segnali contrastanti

Azioni, petrolio, oro e Bitcoin inviano messaggi contraddittori sulla direzione dell'economia e della politica monetaria



Immagine: 6

La situazione attuale mostra un quadro sorprendentemente contraddittorio dei mercati:

1. Le azioni stanno salendo come se l'economia statunitense fosse in piena espansione.
2. I prezzi del petrolio scendono come se ci stessimo dirigendo verso una recessione.
3. L'oro sale come se la Fed stesse tagliando i tassi per gestire l'inflazione.
4. Il Bitcoin scende come se i tagli dei tassi della Fed fossero rinviati.
5. I prezzi delle case salgono come se fossero attesi ulteriori tagli dei tassi.
6. I rendimenti dei Treasury aumentano come se fosse arrivata la stagflazione.

Questi segnali contrastanti indicano che il mercato sta entrando in una nuova era di politica monetaria, caratterizzata da volatilità e incertezza.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Small cap europee: valore nascosto

Sconti significativi rispetto alle controparti statunitensi aprono opportunità per gli investitori



Grafico: 20
 Fonte: John Authers

Le small cap europee meritano un'attenzione più approfondita.

Dal punto di vista delle valutazioni, queste azioni sono scambiate con uno sconto significativo rispetto alle small cap statunitensi, e il divario aumenta se confrontato con le large cap USA.

La domanda chiave per gli investitori è:

- L'Europa è stata trascurata dai mercati?
- Oppure gli investitori stanno semplicemente pagando troppo per la crescita statunitense?

Le small cap europee potrebbero rappresentare un punto di ingresso interessante per chi cerca valore a lungo termine.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Deficit USA 2025: oltre i 2 trilioni di dollari

Entrate tariffarie limitate e spesa crescente spingono verso un record storico

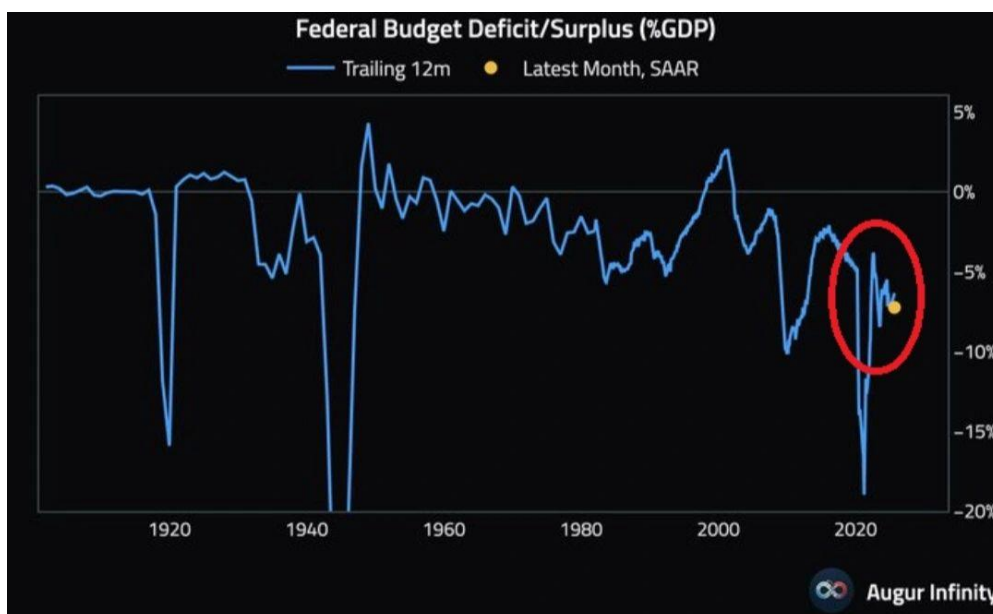


Grafico: 21

Fonte: The Kbeissi Letter

Per l'anno fiscale 2025, il deficit federale degli Stati Uniti supererà i 2 trilioni di dollari.

I deficit mensili attuali superano i 300 miliardi di dollari, mentre le entrate derivanti dai dazi coprono a malapena il 10% del deficit.

Se il trend continuerà, il 2026 potrebbe segnare un deficit record di 2,7 trilioni di dollari.

La domanda fondamentale rimane: qual è il piano a lungo termine per riportare sotto controllo il bilancio federale?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Fondi comuni in Italia: costi tra i più alti d'Europa

Commissioni elevate riducono i guadagni netti degli investitori rispetto al resto d'Europa

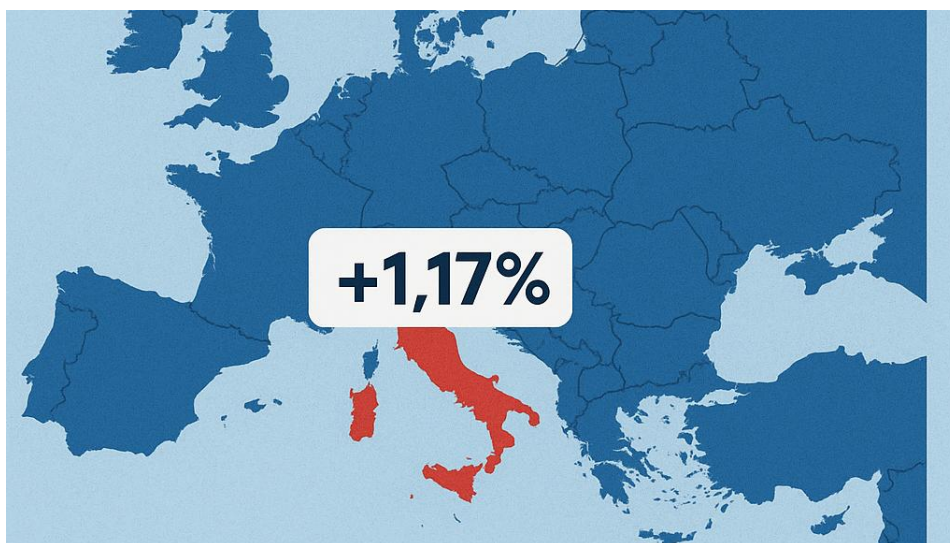


Immagine: 7

Un'analisi di Milano Finanza evidenzia che i fondi comuni italiani presentano costi tra i più alti d'Europa, con commissioni superiori di oltre 1 punto percentuale rispetto alla media europea.

Ciò significa che, a parità di rendimento lordo, un investitore italiano porta a casa meno guadagni netti rispetto a colleghi in altri Paesi.

Il motivo principale risiede nelle banche, che preferiscono collocare prodotti ad alto margine, proponendo una "consulenza gratuita" che in realtà viene pagata attraverso le commissioni dei fondi.

In sintesi: più costi per l'investitore, più ricavi per chi vende i prodotti.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Banca del Giappone: un gigante nel mercato azionario

La BoJ possiede circa il 7% delle azioni giapponesi tramite ETF, ma vendere tutto richiederebbe oltre un secolo

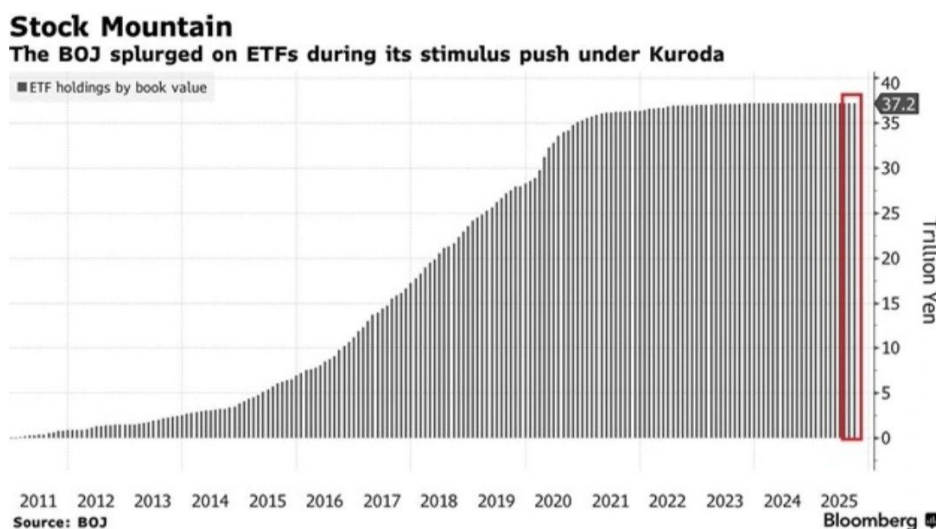


Grafico: 22

Fonte: Bloomberg

La Banca del Giappone (BoJ) detiene attualmente 250 miliardi di dollari di ETF giapponesi al valore contabile, ossia quanto originariamente pagato.

Al valore di mercato odierno, questi ETF valgono oltre 508 miliardi di dollari, rendendo la BoJ uno dei maggiori investitori singoli nel mercato azionario giapponese, con una quota di circa il 7% di tutte le azioni giapponesi.

Venerdì, la BoJ ha annunciato che inizierà a vendere le sue partecipazioni a un ritmo di 4,2 miliardi di dollari all'anno.

Al ritmo attuale, ci vorrebbero più di 100 anni per liquidare completamente tutte le partecipazioni accumulate durante la fase di stimolo monetario sotto Kuroda.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Africa: la Cina sorpassa gli Stati Uniti

Investimenti visibili e prestiti rapidi hanno moltiplicato il commercio con Pechino, mentre Washington resta indietro



Immagine: 8

Fonte: CrossBridge Capital

In Africa, la Cina ha costruito infrastrutture tangibili come strade, ferrovie, porti e centrali elettriche nell'ambito della Belt and Road Initiative (BRI), mentre gli Stati Uniti hanno puntato principalmente su programmi di aiuto, governance e salute.

I risultati sono evidenti:

- Il commercio Africa-Cina è aumentato di 25 volte, contro solo 2 volte con gli USA.
- I progetti cinesi sono altamente visibili e influenzano direttamente la vita quotidiana e la crescita economica.

La strategia cinese si distingue anche per i prestiti con minori condizioni politiche, senza obblighi di riforme democratiche o parametri sui diritti umani, attrattivi per molti leader africani.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gli Stati Uniti e le istituzioni occidentali (FMI, Banca Mondiale) generalmente impongono condizioni più rigide, viste come invasive e più lente da implementare.

Oggi la Cina è il principale partner commerciale dell'Africa, acquistando petrolio, minerali e prodotti agricoli e esportando manifatturiero e tecnologia. Le aziende cinesi (Huawei, costruzioni, fintech) dominano molti mercati africani.

Inoltre, iniziative culturali come borse di studio, centri culturali e missioni mediche hanno ampliato ulteriormente l'influenza cinese, rendendo Pechino un attore chiave nel continente.

Investitori istituzionali mostrano segnali di rialzo

Lo spread di finanziamento aumenta dopo dati sui salari deludenti, indicando un graduale recupero del posizionamento long



Grafico: 23

Fonte: Goldman Sachs

Gli investitori istituzionali stanno mostrando un orientamento più rialzista. Lo spread medio di finanziamento è salito di circa 20 punti base negli ultimi giorni, raggiungendo il livello più alto dallo scorso dicembre 2024.

Questo indicatore riflette la domanda istituzionale di esposizione lunga alle azioni tramite futures, opzioni e swap. L'aumento recente è avvenuto dopo i dati deludenti sui salari non agricoli di due settimane fa, che hanno alimentato le aspettative di ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed.

Nel complesso, il posizionamento degli investitori professionali mostra un graduale recupero da aprile, anche se il differenziale di finanziamento resta significativamente al di sotto dei massimi registrati a novembre 2024.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

In sintesi, gli investitori istituzionali stanno lentamente recuperando terreno

Le spedizioni negli USA crollano ai minimi post-crisi

Il Cass Freight Index tocca livelli record dal 2009, escluso il 2020

Cass Freight Index (SA)

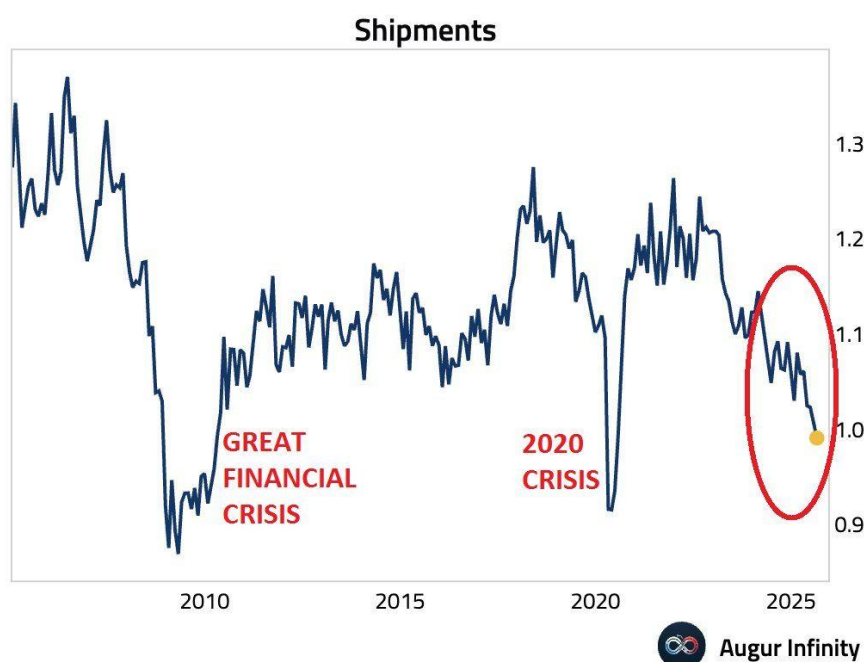


Grafico: 24

Fonte: Investitore dei mercati globali

Le spedizioni di merci negli Stati Uniti registrano un forte calo: il **Cass Freight Index**, indicatore chiave dei volumi di trasporto, è sceso ai minimi dalla crisi finanziaria del 2008, escludendo l'eccezione del 2020.

Il grafico mostra chiaramente la caduta dei volumi negli ultimi mesi, evidenziando un trend negativo che porta l'indice vicino alla soglia di 1,0, un livello critico per il settore logistico e industriale

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Lavoro sotto pressione: l'IA e la sottoccupazione ridefiniscono il mercato

Automazione e IA mettono a rischio posti entry-level e giovani lavoratori



Immagine: 9

Entro i prossimi cinque anni, il 41% delle aziende prevede di ridurre il personale a causa dell'adozione dell'IA. I lavori entry-level vengono sempre più automatizzati, contribuendo all'aumento della sottoccupazione giovanile, salita al 17% trimestrale, il livello più alto dal 2020. Negli Stati Uniti, anche il tasso generale di sottoccupazione ha raggiunto l'8,1%, il massimo dal 2021, segnando un chiaro cambiamento generazionale nel mercato del lavoro

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Dazi e ricavi: chi vince davvero?

Gli introiti fiscali superano l'aumento della produzione prevista

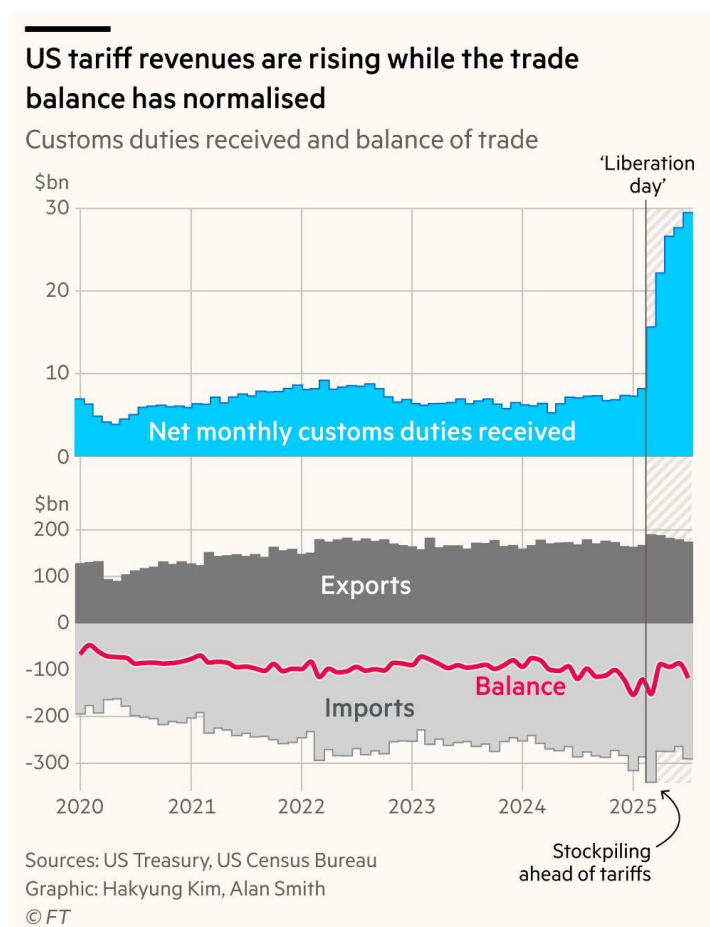


Grafico: 25

Fonte: FT

Donald Trump aveva promesso che i dazi avrebbero stimolato la produzione interna riducendo le importazioni e generato enormi entrate fiscali. I critici sostenevano che sarebbe potuto verificarsi solo uno dei due scenari. Ad oggi, i dati mostrano che i ricavi fiscali sono stati i veri vincitori, mentre l'aumento della produzione resta limitato, con fenomeni di stockpiling delle merci prima dell'entrata in vigore dei dazi nel 2025.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Mercato azionario USA: l'indicatore Buffett segnala sopravvalutazione

Valutazioni al 30 giugno 2025 superano la media storica di oltre due deviazioni standard

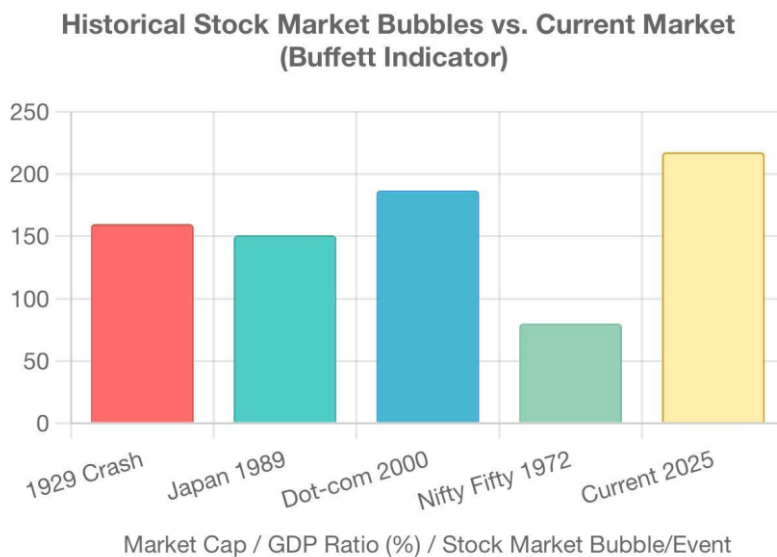


Grafico: 26

Fonte: Il Grande Martis

L'indicatore Buffett misura il rapporto tra la valutazione totale del mercato azionario statunitense e il PIL. Al 30 giugno 2025, il valore dell'indicatore è pari al 219%, circa 2,2 deviazioni standard sopra la media storica, indicando una chiara sopravvalutazione del mercato azionario statunitense.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Gran Bretagna: tra gloria passata e sfide future

al centro della rivoluzione industriale alla finanza globale, il paese cerca una nuova via tra Brexit e trasformazioni tecnologiche

Retailer Next warns UK economy faces years of 'anaemic' growth

Chain says fewer jobs, stifling regulation, unsustainable government spending and higher taxes will take toll



Next has maintained its full-year profit outlook of just over £1bn © Bloomberg

Immagine: 10

Fonte: FT

La Gran Bretagna, culla della rivoluzione industriale, ha perso il vantaggio produttivo nel XIX secolo rispetto a Germania e Stati Uniti, concentrandosi invece sulla finanza grazie all'impero e alla sterlina forte. Dopo la Seconda Guerra Mondiale, con il declino dell'impero e il predominio del dollaro, il paese si è reinventato tramite la finanza offshore e la City di Londra, ruolo rafforzato dall'adesione europea.

Oggi, la Gran Bretagna affronta pressioni multiple: la fine dei segreti bancari, la Brexit e la crescente attenzione degli Stati Uniti. Con un settore manifatturiero svuotato e la finanza sotto esame, restano solo alcune nicchie tecnologiche e ingegneristiche. La sfida futura è trovare un percorso di crescita sostenibile, imparando dagli esempi di paesi a forte produzione manifatturiera come Corea del Sud e Taiwan, o rischiare un ulteriore declino economico.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il Sud guida la nuova crescita italiana

PMI innovative e opportunità globali trasformano il Mezzogiorno in motore di sviluppo



Immagine: 11

Fonte: Milano Finanza

Negli ultimi tre anni (2022-2024), il PIL del Sud è cresciuto dell'8,6%, superando il 5,6% del Centro-Nord. Le PMI innovative meridionali sono aumentate a 2.459, con quasi 51.000 addetti, segnando incrementi rispettivamente del 12,3% e 17,5%. Realtà come Next Geosolutions e ALA, entrambe campane e quotate su Euronext Growth Milan, sono ora player globali nei loro settori.

Il futuro passa dall'attrazione di capitale privato, con eventi come l'America's Cup 2027 a Napoli pronti a catalizzare investimenti e infrastrutture. Il Mezzogiorno si conferma non più un freno, ma un motore di crescita, innovazione e apertura internazionale per l'intera Italia.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Hellman & Friedman: il buyout che sfida le convenzioni

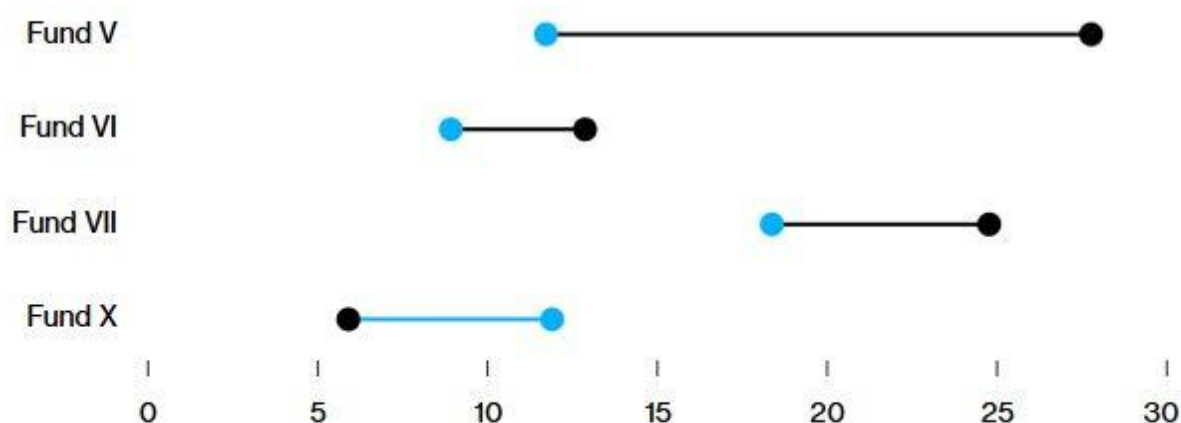
Il fondo mantiene le acquisizioni più a lungo, puntando sulla gestione attiva piuttosto che sulla vendita rapida

Hellman & Friedman's Returns

The San Francisco-based private equity giant has seen the net internal rate of return for its recent funds lag the industry average

● Hellman & Friedman's net IRR

● Industry median IRR for buyout funds from that same vintage year



Source: Bloomberg data

Grafico: 27

Fonte: Bloomberg

Hellman & Friedman, con 115 miliardi di dollari di AUM, adotta un approccio insolito nel mondo dei buyout: non cerca di vendere rapidamente le proprie aziende, ma punta a mantenerle più a lungo nei mercati privati. Il CEO Patrick Healy spiega che il fondo ha evoluto il proprio modello da “società di affari” a “società di investimento”, concentrandosi su gestione attiva e supporto alle aziende nelle operazioni strategiche.

Questa strategia, sebbene innovativa, ha inciso sui rendimenti: mentre in passato l'IRR netto dei fondi H&F superava nettamente la media del settore, l'ultimo fondo chiuso nel 2021 registra un IRR del 5,9%, ben sotto la mediana del 12% dei fondi dello stesso anno.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Correlazione S&P e Offerte di lavoro

La divergenza tra la crescita dell'SPX e il mercato del lavoro in crisi

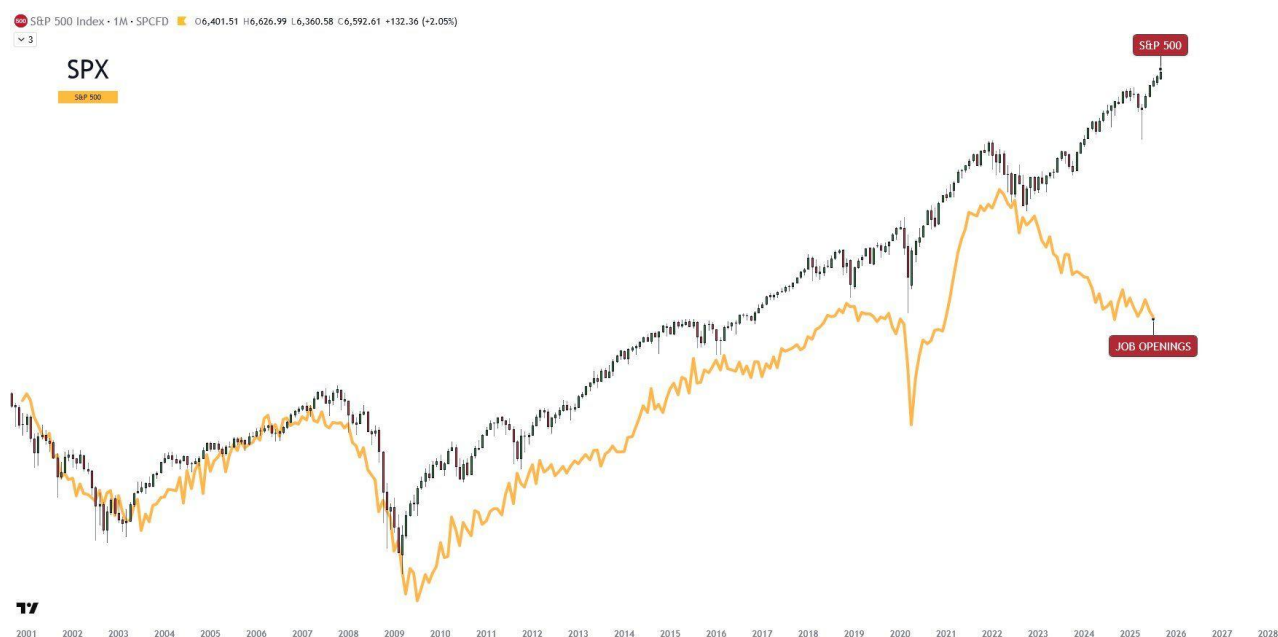


Grafico: 28

Fonte: Ozzy Livin

Il mercato del lavoro riscontra una crisi nell'ultimo anno a livello di offerta. Tale decrescita è in contrapposizione con l'S&P 500, in forte crescita negli stessi anni.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Raccolta fondi in calo: il buyout sotto pressione

Investitori cercano gestori specializzati, mentre secondari e growth attirano capitale

Private equity fundraising by strategy: H1 2024 versus H1 2025

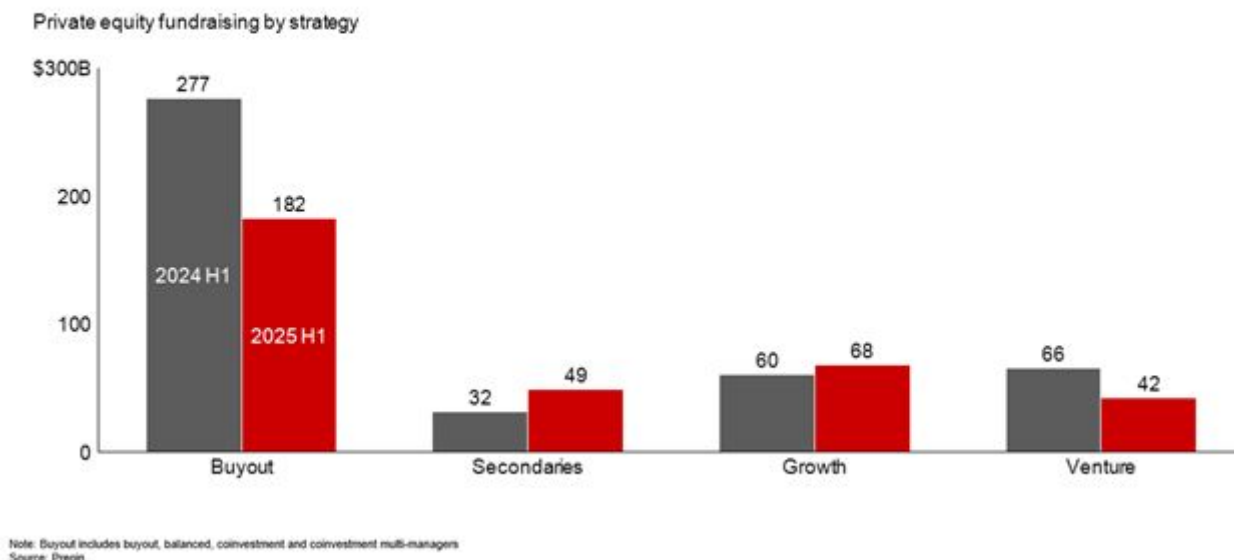


Grafico: 29

Fonte: Bain e CO

Nel primo semestre del 2025, la raccolta fondi per il buyout ha raggiunto circa 182 miliardi di dollari, in calo del 34% rispetto ai 277 miliardi del 2024. La liquidità resta limitata, le distribuzioni leggere e gli impegni rallentati. I grandi gestori diversificati soffrono di più, con gli investitori che privilegiano manager specialisti capaci di generare vero alfa.

In controtendenza, i secondari offrono cicli più brevi e liquidità rapida, mentre l'equity growth beneficia della domanda per tecnologia, IA e sanità. Con quasi 19.000 fondi che cercano complessivamente 3,2 trilioni di dollari, la domanda supera di tre volte l'offerta effettiva di capitale. Il futuro del buyout dipenderà dalle realizzazioni: una volta che le uscite riprenderanno, il mercato potrebbe accelerare, favorendo gestori con track record comprovato e strategie a liquidità rapida.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Mercati e tassi: la storia si ripete?

Dal 1998 al 2025, il rally azionario segue i cicli della Fed, ma le differenze chiave oggi sono evidenti

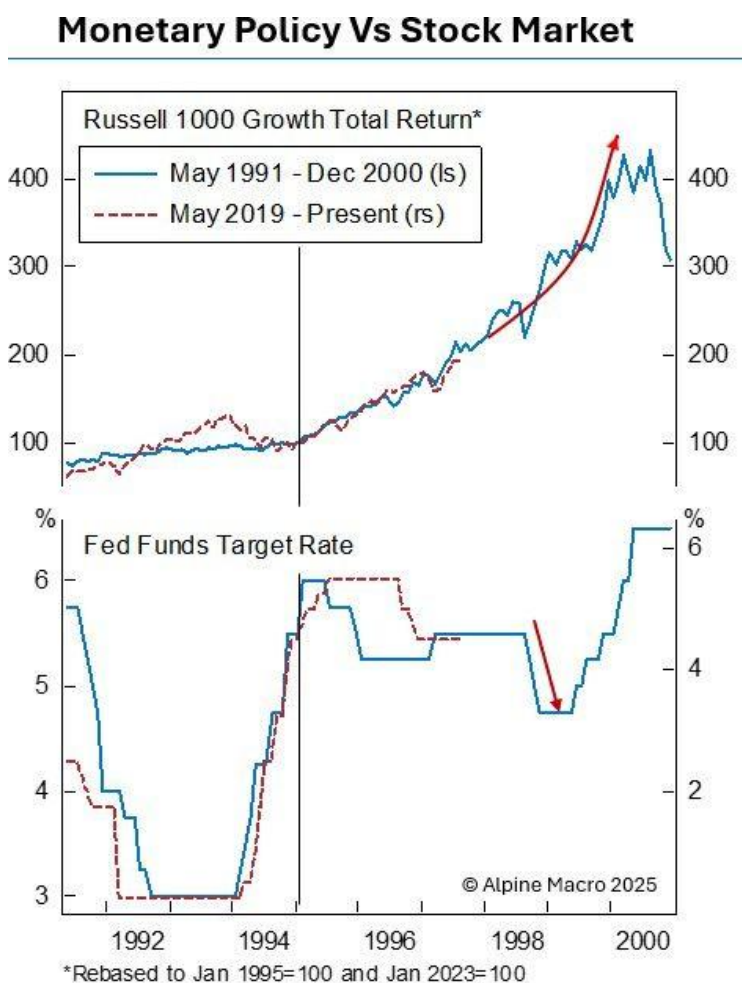


Grafico: 30

Fonte: Alpine Macro

Nel 1994-1998, la Fed aumentò aggressivamente i tassi, li ridusse leggermente nel 1995 e li mantenne stabili fino al 1998, quando tre tagli precauzionali cercarono di contenere gli effetti della crisi LTCM. L'S&P 500 crollò del 20% a ottobre 1998, ma recuperò in due mesi, e il bull market successivo fu guidato dai "Quattro Cavalieri": Intel, Dell, Cisco e Microsoft.

Oggi, la Fed ha seguito un percorso simile: rialzi aggressivi nel 2022/23, tre tagli nel 2024 e stabilità fino ad aprile 2025, quando l'SPY ha registrato un calo vicino al 20% per timori di recessione, seguito da un rapido recupero. Con i recenti tagli di 25 punti base, gli investitori si chiedono se il mercato possa replicare il rally parabolico di fine anni '90. Le differenze chiave rispetto al 1998 includono composizione settoriale diversa, contesto macroeconomico globale e dinamiche di politica monetaria più coordinate.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Debito globale in aumento: verso oro e Bitcoin

Con il debito dei paesi sviluppati oltre il 110% del PIL, l'inflazione o il default spingono verso un nuovo ordine monetario



Immagine: 12

Dal 2007 al 2025, il debito medio dei paesi sviluppati è passato dal 70% al 110% del PIL, con trend esponenziale. I pacchetti di stimolo sono cresciuti in modo sproporzionato: 3 trilioni nel 2008, 10 trilioni nel 2020 e potenzialmente oltre 20 trilioni in futuro. Negli Stati Uniti, il debito è quasi raddoppiato in cinque anni, passando da 20 trilioni nel 2019 a 38 trilioni nel 2024.

Se il ritmo continua, il debito potrebbe raggiungere il 200% del PIL in 15-20 anni, rendendo impossibile il rimborso tramite tasse e imponendo default o inflazione. Le banche centrali si preparano a scenari alternativi: l'Est accumula oro, l'Occidente promuove Bitcoin. Il futuro della finanza globale potrebbe quindi evolversi in una "guerra monetaria" tra oro e Bitcoin, con le valute fiat marginalizzate e sostituite da monete "sonanti" non stampabili dai governi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

CapEx sull'IA alle stelle

Le grandi tech raddoppiano gli investimenti, spingendo la spesa verso livelli record

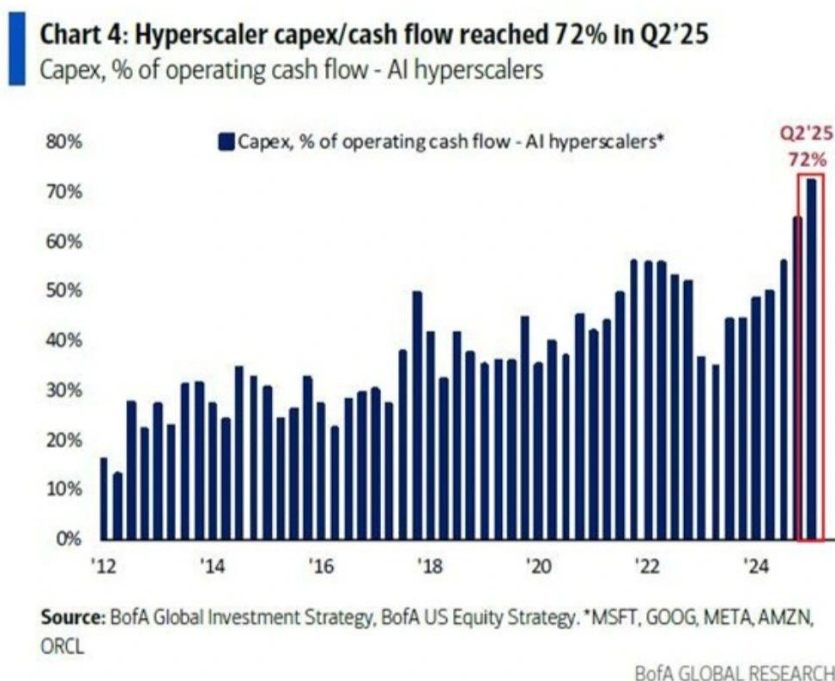


Grafico: 31

Fonte: BofA Global Investment Strategy

La spesa in conto capitale delle maggiori aziende tecnologiche per l'IA ha raggiunto il 72% del flusso di cassa operativo nel secondo trimestre 2025, raddoppiando negli ultimi due anni. Microsoft, Google, Meta, Amazon e Oracle stanno investendo più del doppio del CapEx medio pre-2022 rispetto al loro flusso di cassa operativo. Gli hyperscaler potrebbero portare la spesa totale a 433 miliardi di dollari nel 2026, con un aumento del 174% rispetto ai 158 miliardi del 2022. L'incremento del CapEx sta alimentando un'accelerazione significativa nello sviluppo e nell'adozione dell'IA.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il dilemma della Fed: tagliare o mantenere i tassi?

inflazione persistente e mercato del lavoro incerto complicano le decisioni di politica monetaria

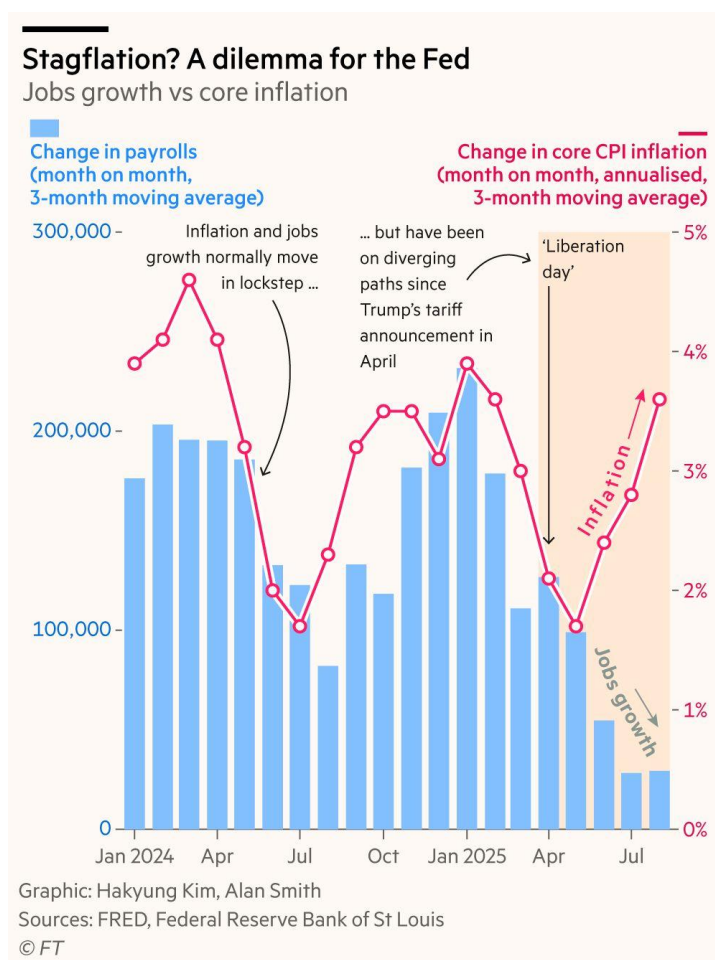


Grafico: 32

Fonte: FRED

La decisione della Fed dipende dalla durata delle attuali dinamiche economiche: quanto a lungo l'inflazione resterà sopra l'obiettivo e quanto il mercato del lavoro si ammorbidirà. Le proiezioni ufficiali del FOMC, i modelli regionali e i sondaggi presentano scenari diversi, riflettendo sia punti di vista differenti sia orizzonti temporali diversi, dal nowcast a breve termine alle previsioni politiche a medio termine. Questa incertezza costituisce il nucleo del dilemma sulla possibile riduzione dei tassi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

L'IA conquista i mercati

I titoli AI di Goldman Sachs sfiorano i 30 trilioni di dollari, pari al PIL degli Stati Uniti



Grafico: 33

Fonte: HolgerZ, Bloomberg

Il paniere TMT AI di Goldman Sachs, composto da 109 titoli legati all'intelligenza artificiale, ha raggiunto un valore di 29,2 trilioni di dollari, avvicinandosi quasi al livello della produzione economica annuale degli Stati Uniti. La capitalizzazione del settore riflette l'impatto crescente dell'IA sull'economia globale e il suo ruolo dominante nei mercati finanziari.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Perdite record per le banche USA

I titoli di investimento segnano perdite storiche e cresce il rischio sistemico

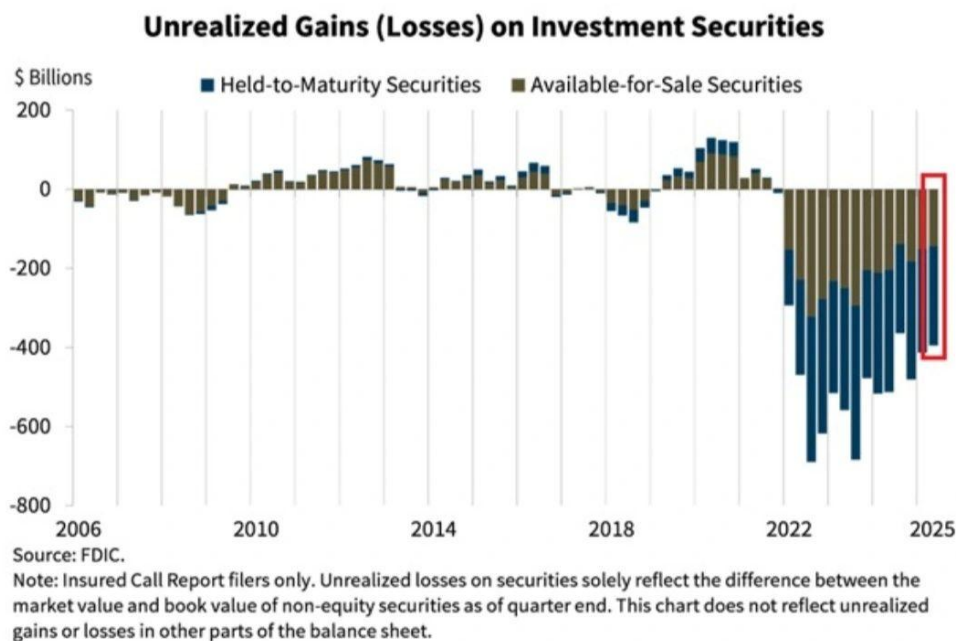


Grafico: 34

Fonte: FDIC

Nel secondo trimestre 2025, le perdite non realizzate sui titoli di investimento delle banche statunitensi hanno raggiunto 395,3 miliardi di dollari, circa sei volte il picco della crisi finanziaria del 2008, segnando il 13° trimestre consecutivo di perdite dovute ai tassi di interesse elevati. Contemporaneamente, il numero di banche nella FDIC Problem Bank List è salito a 59, pari all'1,3% del totale. Questi dati evidenziano come le perdite non realizzate continuino a rappresentare un rischio significativo per il sistema bancario statunitense.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Investitori istituzionali puntano sulla tecnologia

Hedge fund acquistano titoli IT globali, trainando i mercati USA

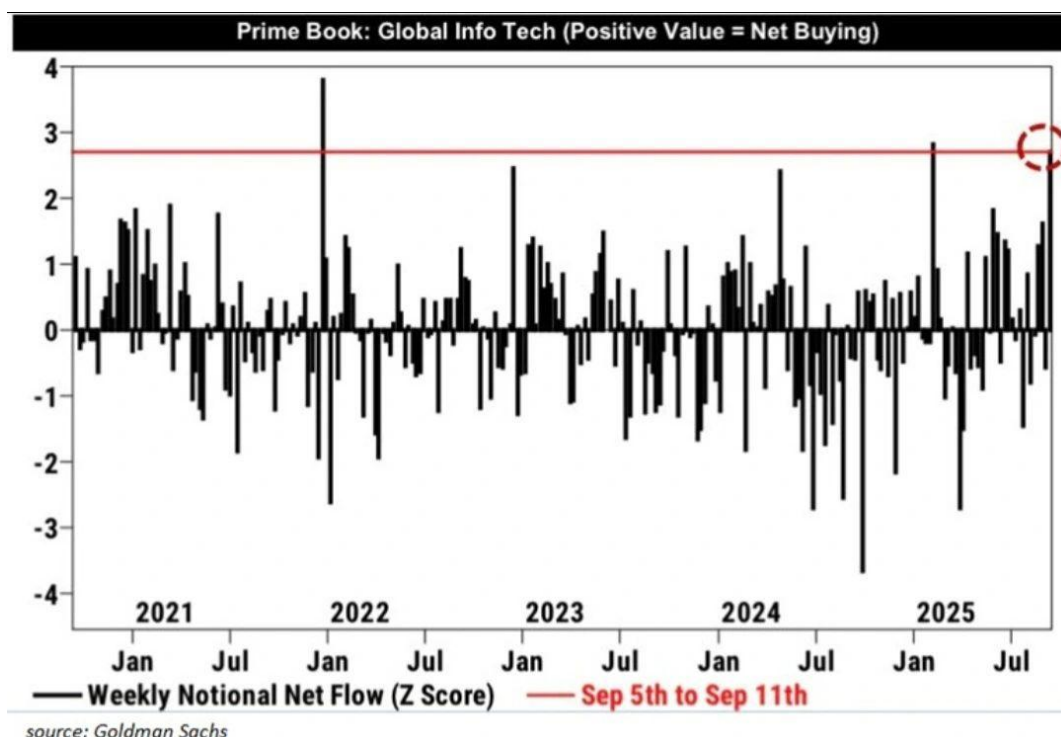


Grafico: 35

Fonte: Goldman Sachs

Nella settimana terminata l'11 settembre, gli hedge fund hanno incrementato gli acquisti di titoli globali della tecnologia dell'informazione al ritmo più rapido da febbraio, segnando il terzo acquisto più grande degli ultimi cinque anni, secondo Goldman Sachs. Gli acquisti hanno interessato tutte le regioni, contribuendo a far registrare al settore tecnologico statunitense la migliore performance settimanale con un +3,1%.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Germania, il malato d'Europa

Il blocco mediterraneo cresce più velocemente e supera Berlino in termini di PIL complessivo

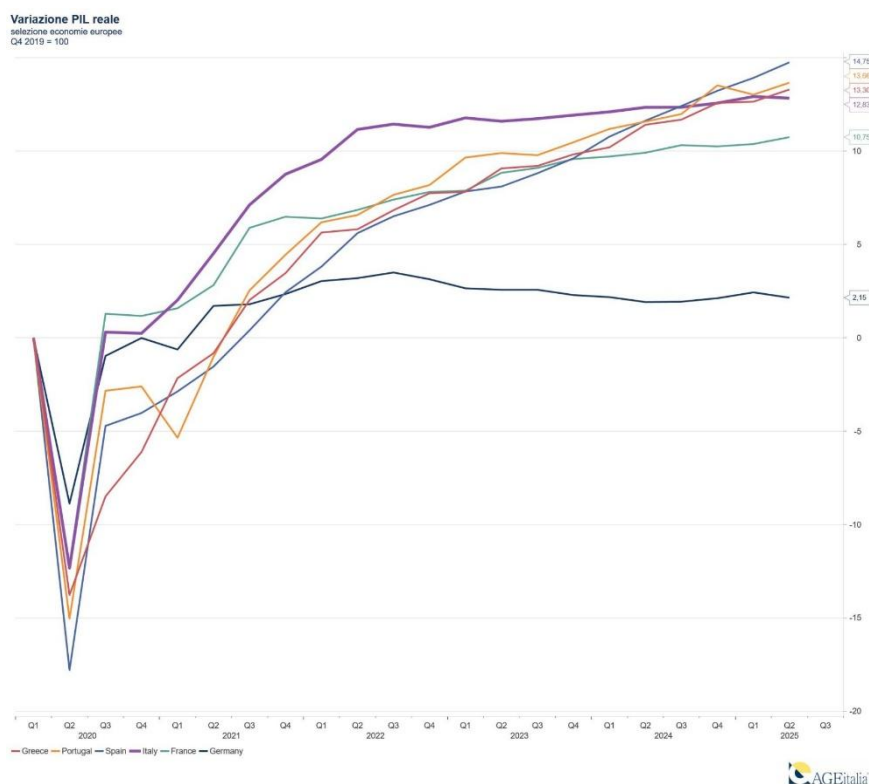


Grafico: 36

Fonte: AGE Italia

Tra inizio 2020 e metà 2025, la Spagna guida la crescita reale con quasi il 15%, seguita da Portogallo, Grecia e Italia, mentre la Francia mantiene una crescita stabile ma inferiore. La Germania mostra invece una crescita anemica del 2,15% al netto dell'inflazione, ristagnante da quattro anni e oltre 12 punti sotto Madrid. Complessivamente, il blocco mediterraneo (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) ha ora un PIL leggermente superiore a quello della Germania, sfidando l'idea che l'Eurozona sia dominata esclusivamente da Berlino.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

La Cina riduce la dipendenza dal dollaro

Oltre un terzo del commercio e metà dei flussi transfrontalieri ora in RMB



The Economist

Grafico: 37

Fonte: Ben Norton su X

Secondo *The Economist*, la Cina sta velocemente abbandonando il dollaro. Oggi oltre il 30% del commercio cinese di beni e servizi avviene in renminbi (RMB) e più del 50% delle entrate transfrontaliere, inclusi i flussi finanziari, viene liquidato in yuan, rispetto a meno dell'1% nel 2010. La tendenza segnala un crescente uso internazionale della valuta cinese e una progressiva riduzione della dipendenza dal dollaro statunitense.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Pensionati più ricchi dei lavoratori: la Francia in testa

Una dinamica insostenibile, con Italia seconda, seguita da Norvegia e Canada



Grafico: 38

Fonte: Michel A. Arouet, FT

In Francia, i pensionati hanno oggi redditi medi superiori a quelli della popolazione in età lavorativa, creando una situazione finanziariamente e socialmente insostenibile. Seguono l'Italia, la Norvegia e il Canada, dove si osservano tendenze simili. La questione solleva dubbi su chi avrà il coraggio di introdurre riforme strutturali nel sistema pensionistico e nelle politiche fiscali di questi Paesi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Un'America divisa: un terzo degli stati già in recessione

Mentre settori produttivi rallentano, California, Texas e New York trainano la crescita

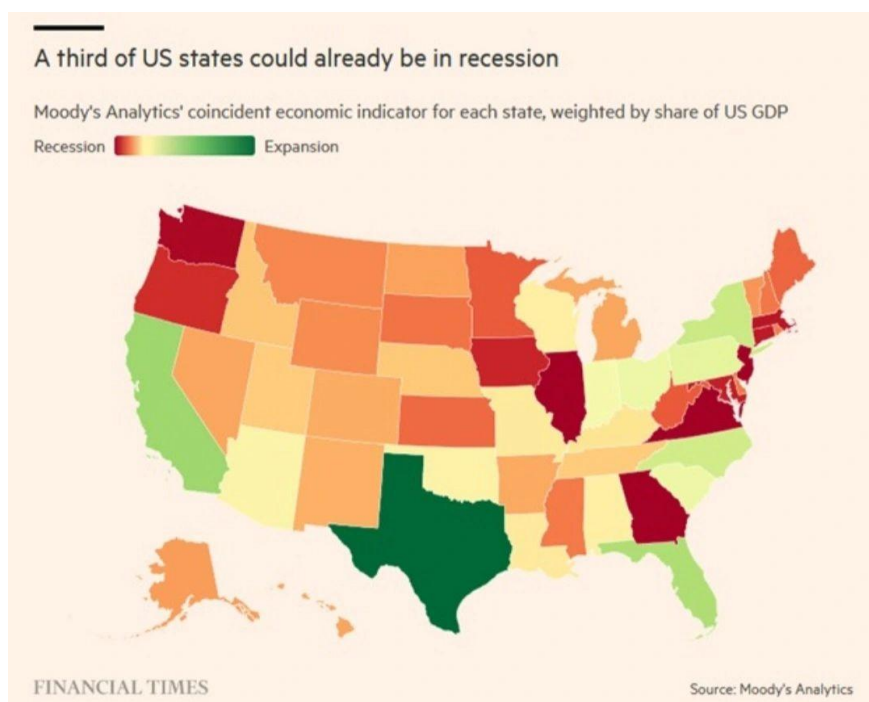


Immagine: 13

Secondo un'analisi di Moody's, circa il 33% degli stati americani potrebbe essere già in recessione, sulla base di una metodologia simile a quella del National Bureau of Economic Research (NBER). Tra i più colpiti figurano New Jersey, Illinois, Virginia, Georgia, Washington, Iowa e Oregon, dove l'attività economica è in contrazione.

Al contrario, California, Texas e New York – che insieme rappresentano quasi un terzo del PIL nazionale – restano in espansione. Il quadro riflette una frattura geografica e settoriale: agricoltura, manifattura ed edilizia sono già in recessione, con impatti maggiori sugli stati industriali e rurali.

Le condizioni economiche degli Stati Uniti variano da stato a stato.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

IA contro S&P 500: concentrazione storica

Trenta titoli AI valgono il 43% dell'indice e guidano quasi tutti i rendimenti dal 2022

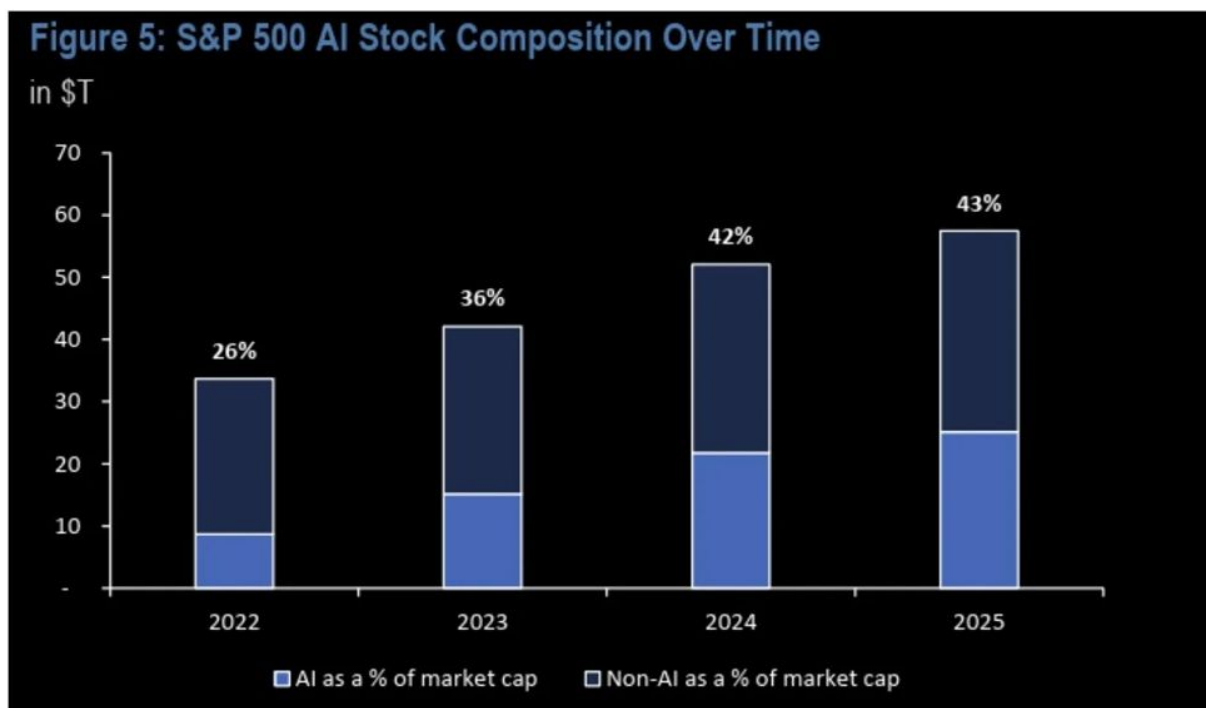


Grafico: 39

Fonte: JP Morgan

Circa 30 società legate all'intelligenza artificiale rappresentano oggi il 43% della capitalizzazione totale dell'S&P 500. Dalla nascita di ChatGPT nel novembre 2022, questi stessi titoli hanno contribuito quasi interamente ai rendimenti e alla crescita degli utili dell'indice. Una concentrazione di questo livello è storica e solleva un interrogativo cruciale: si tratta dell'inizio di una nuova era di mercato o di una struttura fragile destinata a incrinarsi?

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Il commercio USA-Cina frena bruscamente

Export cinesi verso gli Stati Uniti -33% ad agosto, import -16%. Crescono invece i flussi verso UE, ASEAN e Africa

China's exports shift to non-U.S. markets

Exports to ASEAN, EU, other markets surge as U.S. shipment slump



Grafico: 40

Fonte: JP Morgan

Ad agosto, le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono crollate del -33% su base annua, uno dei cali più marcati della storia recente. Anche le importazioni dalla controparte americana sono diminuite del -16%, segnalando l'impatto delle tensioni commerciali.

Al contrario, la Cina sta diversificando i propri mercati: le spedizioni verso l'UE, l'ASEAN e l'Africa sono aumentate rispettivamente del +10,4%, +22,5% e +26%. Nonostante ciò, gli Stati Uniti restano il singolo mercato più importante, con 283 miliardi di dollari di acquisti da inizio anno, contro i 541 miliardi del blocco UE.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Nuove case in vendita negli USA ai massimi storici

Il Sud supera i livelli del 2006

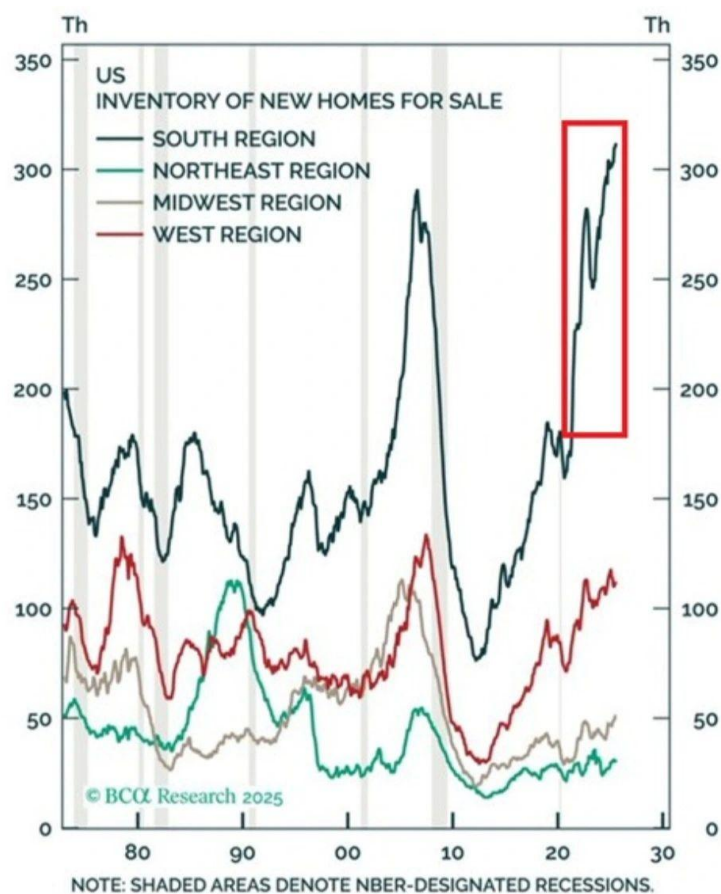


Grafico: 41

Fonte: JP Morgan

Negli stati meridionali ci sono ora **312.000 nuove case in vendita**, oltre 21.000 in più rispetto al picco pre-crisi del 2006 e quasi il doppio rispetto al 2020. Anche l'Ovest tocca livelli vicini ai massimi dal 2008 con **111.000 unità**, mentre Nord-Est e Midwest restano sotto i livelli della bolla ma ai massimi del ciclo attuale. Resta aperta la domanda: **quanto durerà questa corsa immobiliare?**

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Bolla auto USA: insolvenze ai massimi storici

Mutui subprime superano il 5%, valore totale dei prestiti a 1,66 trilioni \$

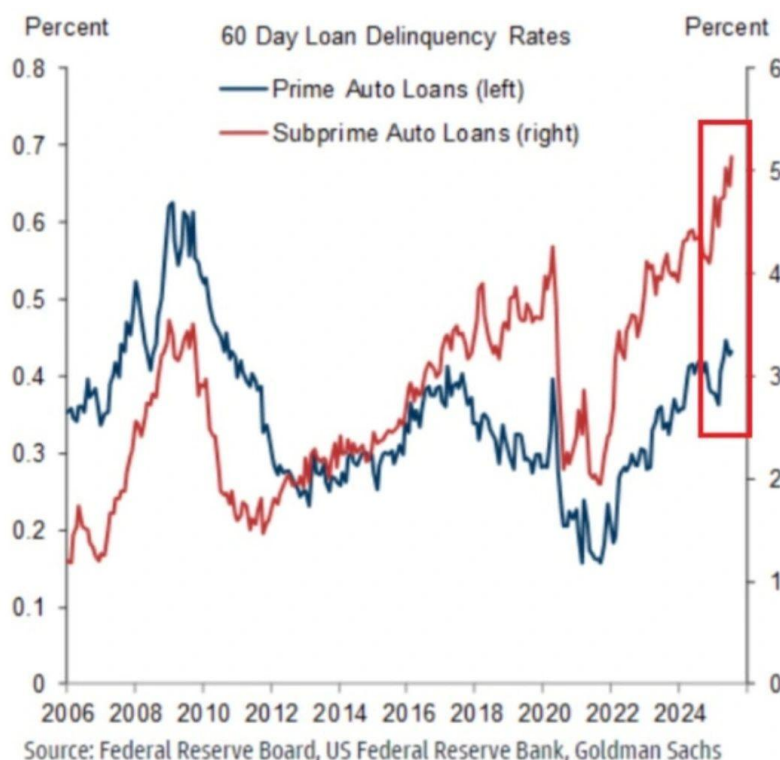


Grafico: 42

Fonte: Federal Reserve Board

I tassi di insolvenza dei mutui auto subprime negli Stati Uniti hanno superato per la prima volta il 5%, più di 1,5 punti sopra il picco della crisi del 2008, e si sono più che raddoppiati negli ultimi tre anni. Anche i prestiti auto di qualità elevata registrano insolvenze ai massimi degli ultimi 15 anni. Nel frattempo, il valore totale dei prestiti auto ha raggiunto **1,66 trilioni di dollari** nel Q2 2025 (+13 miliardi), segnalando l'avvicinarsi di una possibile crisi del debito automobilistico. Si sta preparando una crisi del debito automobilistico.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Investitori “all-in” sulle azioni USA

Allocazione record del 55%, liquidità e obbligazioni ai minimi storici

Exhibit 23: Investor allocation to equities at an all-time high

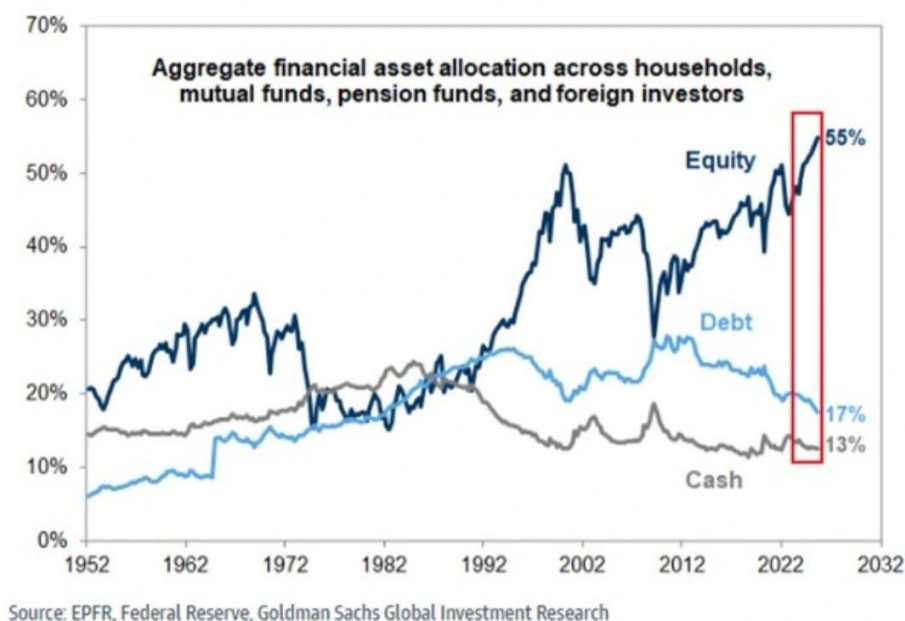


Grafico: 43

Fonte: EPFR

L’allocazione combinata di famiglie, fondi comuni, fondi pensione e investitori stranieri alle azioni statunitensi ha raggiunto un **record del 55%**, in aumento di 4 punti negli ultimi sei mesi e superiore al picco della bolla delle dot-com del 2000 (~51%). Contemporaneamente, la liquidità rappresenta solo il 13% delle attività finanziarie, vicino al minimo storico, e l’allocazione al debito scende al 17%, il livello più basso dagli anni ’80. Gli investitori sono quindi praticamente “all-in” sulle azioni USA.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Rendimenti obbligazionari ai massimi pluriennali

Deficit ampi e offerta pesante alimentano il circolo vizioso dei costi sovrani

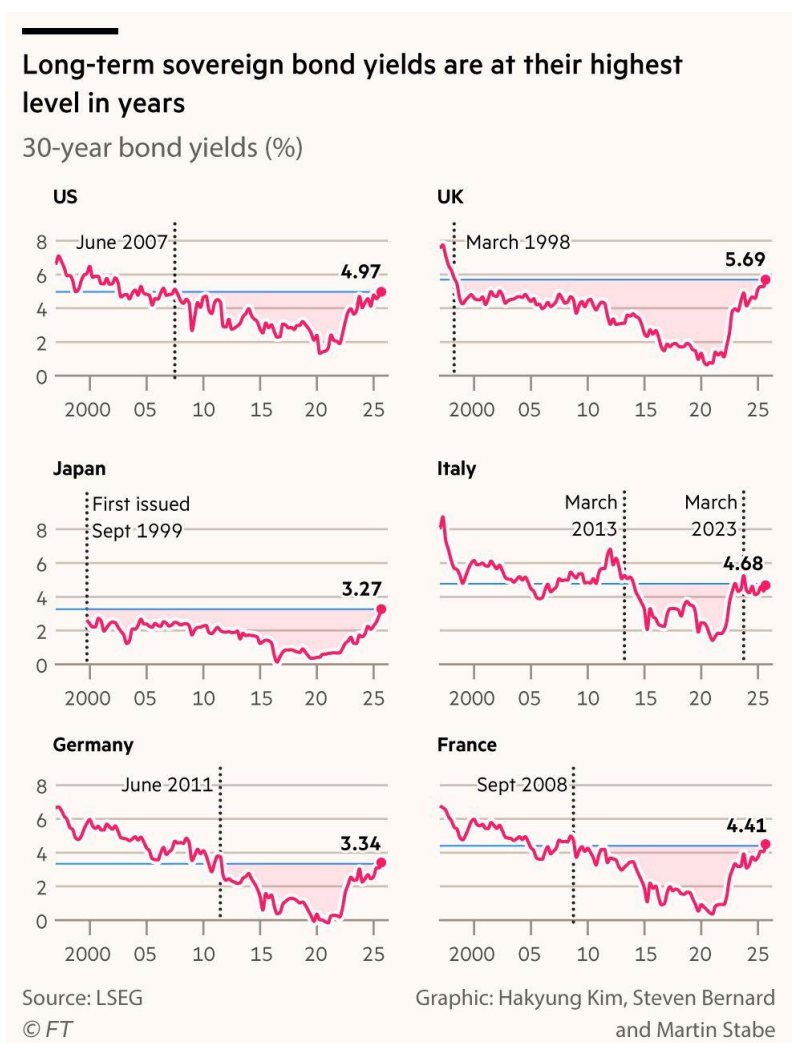


Grafico: 44

Fonte: LSEG

Nei mercati sviluppati, i rendimenti obbligazionari a lunga scadenza stanno toccando livelli pluriennali, spinti da deficit ampi e da un'offerta di titoli pesante. La dinamica solleva il rischio di un **circolo vizioso**, dove rendimenti elevati aumentano i costi di finanziamento sovrano, che a sua volta può richiedere ulteriori emissioni e rendimenti ancora più alti.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Debito USA in crescita record

1,2 trilioni \$ in soli due mesi, spesa pubblica ai massimi storici

Exhibit 3: US government spending is equal to 44% of the economy

US government expenditures % GDP since 1791



Source: BofA Global Investment Strategy. Bloomberg

Grafico: 45

Fonte: stockmarket.news

Negli Stati Uniti, il debito nazionale è passato da **36,2 trilioni di dollari il 2 luglio** a **37,4 trilioni il 4 settembre**, segnando un incremento di **1,2 trilioni in soli due mesi** (oltre 21 miliardi al giorno). Contemporaneamente, la spesa pubblica corre a livelli storici, comparabili solo a periodi di guerra o crisi come il 2008 e il Covid, nonostante l'economia sia ancora considerata "forte".

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Revisione al ribasso dei posti di lavoro USA in arrivo

Goldman Sachs stima fino a -950.000 posizioni rispetto ai dati precedenti



Source: Department of Labor, Goldman Sachs Global Investment Research

Grafico: 46

Fonte: Goldman Sachs

Il Bureau of Labor Statistics rivedrà i dati sull'occupazione negli Stati Uniti per i 12 mesi fino a marzo 2025. Secondo Goldman Sachs, la revisione potrebbe essere fino a **-950.000 posti di lavoro**, segnando la **più grande correzione al ribasso dal 2010**. Questo aggiornamento potrebbe avere implicazioni significative per le valutazioni del mercato del lavoro e le politiche economiche.

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