



The Silver Bullet

ALGEBRIS INVESTMENTS

Alberto Gallo, CFA

Gestore,
Algebris Macro Credit Fund
Responsabile Strategia Macro
agallo@algebris.com

Aditya Aney, CFA

Portfolio Manager
aaney@algebris.com

Gabriele Foà, PhD

Portfolio Manager
gfoa@algebris.com

Jacopo Fioravanti

Analista Macro
jfioravanti@algebris.com

Tao Pan

Responsabile AI e Big Data
tpan@algebris.com

Lennart Lengeling

Analista Macro - Rischio
lennart@algebris.com

Tom Cotroneo, PhD, CFA

Chief Risk Officer
tom@algebris.com

Algebris (UK) Limited
1 St. James's Market
London SW1Y 4AH

Tel: +44 (0)203 196 2450
www.algebris.com

Distruzione Creativa

“Desidero condividere una geniale intuizione che ho avuto, durante la mia missione qui. Mi è capitato mentre cercavo di classificare la vostra specie. Improvvisamente ho capito che voi non siete dei veri mammiferi: tutti i mammiferi di questo pianeta d'istinto sviluppano un naturale equilibrio con l'ambiente circostante, cosa che voi umani non fate. Vi insediate in una zona e vi moltiplicate, vi moltiplicate finché ogni risorsa naturale non si esaurisce. E l'unico modo in cui sapete sopravvivere è quello di spostarvi in un'altra zona ricca. C'è un altro organismo su questo pianeta che adotta lo stesso comportamento, e sai qual è? Il virus”.

Agente Smith, Matrix, 1999

Siamo entrati in un processo di distruzione creativa. La vecchia economia (basata su petrolio, commercio al dettaglio, immobiliare, industria automobilistica) si scontra con la nuova. I governi e le banche centrali di tutto il mondo stanno dispiegando munizioni monetarie e fiscali per mantenere viva l'offerta economica. Ma la domanda tornerà ai livelli precedenti al virus? Crediamo che questo shock stia portando ad un'accelerazione della storia, come abbiamo sottolineato nell'edizione precedente, [La Rivoluzione Pandemica](#). Oggi abbiamo più dati per capire in che direzione stia andando il mondo.

Nuova e vecchia economia a confronto. La tecnologia e le telecomunicazioni emergeranno probabilmente come chiari vincitori, mentre le vendite al dettaglio, l'industria petrolifera e le compagnie aeree andranno verso una fase di consolidamento, dopo essere sopravvissute per anni con un'offerta molto superiore alla domanda (sovraccapacità strutturale). I bilanci pubblici si sono assunti l'onere del debito privato, ma alla fine i contribuenti non saranno in grado di mantenere in vita interi settori, se la domanda continuerà a ridursi rispetto ai livelli precedenti. Abbiamo diviso i settori tra vincitori, sopravvissuti e perdenti sulla base della solidità finanziaria, della sovraccapacità e del sostegno del governo.

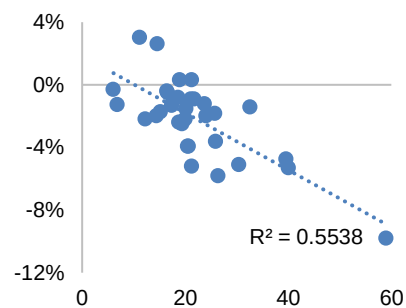
I forti diventeranno sempre più forti. Il sostegno pubblico sarà un fattore chiave per la sopravvivenza. Aziende deboli in Paesi solidi potrebbero ricevere gli aiuti necessari a sopravvivere, mentre aziende forti in Paesi deboli no. Gli Stati Uniti beneficiano dello status di valuta di riserva, che ha permesso una rapidissima espansione monetaria e fiscale, senza un aumento dei costi di finanziamento o un deprezzamento della valuta. Come sempre, la risposta dei politici europei non è stata altrettanto rapida, ma riteniamo che il fondo di recupero proposto dall'UE (del valore di €750 miliardi, compresi €500 miliardi di sovvenzioni ai Paesi più deboli) possa fare la differenza. I Paesi emergenti potrebbero non essere in grado di reagire in maniera tanto efficace, a fronte di problematiche incombenti quali l'aumento del debito pubblico e la politica monetaria già al limite delle possibilità.

Deflazione e inflazione a confronto. Con la riduzione della capacità produttiva e dell'indebitamento attraverso ristrutturazione, consolidamento e default, è probabile che le dinamiche dei prezzi rimangano deflazionistiche nel breve termine. Tuttavia, l'espansione senza precedenti dei bilanci delle banche centrali e delle spese fiscali fanno sorgere alcune domande in merito all'inflazione: tornerà in forma diversa oppure appartiene ormai al passato?

La risposta a tale interrogativo dipende dalla combinazione di quattro incognite: stimolo monetario e fiscale da un lato, shock virale ed eccessiva offerta di petrolio dall'altro. La storia ci insegna che quando i governi si trovano ad affrontare il peso di un debito insostenibile, tendono a cercare di creare inflazione (come spiegato in Regimi Monetari e Inflazione, P. Bernholz, 2016). A nostro avviso, l'inflazione potrebbe tornare per effetto di limitazioni nell'offerta e politiche economiche bottom-up.

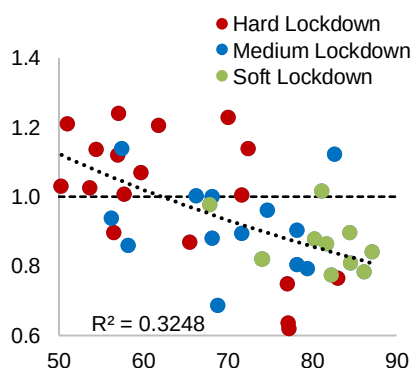
Nell'edizione di marzo [Non c'è più Niente da Vendere](#), abbiamo illustrato come le svendite generalizzate abbiano creato notevoli opportunità d'investimento nel reddito fisso e nel credito. È il momento perfetto per investire e siamo convinti che le strategie attive con approccio selettivo tra settori ed emittenti faranno meglio di quelle passive.

Lockdown = maggiore ricaduta economica
Q1 PIL QoQ% vs Q1 Livello medio di rigore delle misure di blocco per Paese



Fonte: Algebris (UK) Limited, Oxford Coronavirus Government Response Tracker

Paesi più forti possono controllare il virus in maniera più efficace
R0 in tempo reale al 4 maggio vs GHS 2019 Country Resilience Score*



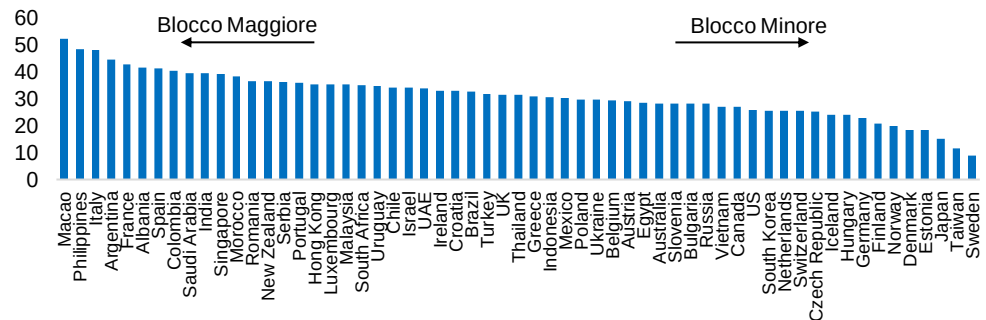
Fonte: Algebris (UK) Limited, Johns Hopkins University Center for Systems Science and Engineering, Rt.live, Global Health Security (GHS) Index 2019. *Abbiamo diviso i paesi in Hard Lockdown, Medium Lockdown e Soft Lockdown eseguendo il clustering K-means con le misure di Google Mobility come variabili.

Forti contro Deboli: Diverse Velocità di Ripresa tra Paesi

Mentre i Paesi si avviano a ridurre le misure di confinamento, i dati suggeriscono che la velocità di recupero delle attività non è rapida quanto era stato il rallentamento qualche mese fa. I risultati a livello globale sono chiaramente disomogenei: la mobilità a terra è tornata al 65-70% dei livelli pre-virus; il consumo medio di elettricità è tornato al 90% dei livelli dell'anno scorso, mentre i viaggi aerei sono ancora intorno al 30%. Questi numeri sono in linea con una ripresa più rapida nei trasporti industriali e di terra rispetto ai viaggi internazionali.

Più le misure di blocco sono state rigorose, più forte è stato il calo dell'attività economica nel Paese; ciò detto, i Paesi che hanno implementato una risposta più rapida e organizzata al virus, sono anche quelli che potrebbero recuperare prima. Italia, Francia e Spagna stanno subendo le maggiori conseguenze a livello economico, mentre i Paesi del Nord e la Germania sono stati tra i meno impattati. Svezia e Germania sono anche i Paesi più avanti nel percorso verso il ritorno alla normalità, mentre Italia, Spagna e Regno Unito sono ancora indietro. La Francia sembra aver fatto grandi progressi nelle ultime due settimane, dopo che il governo ha tolto le restrizioni.

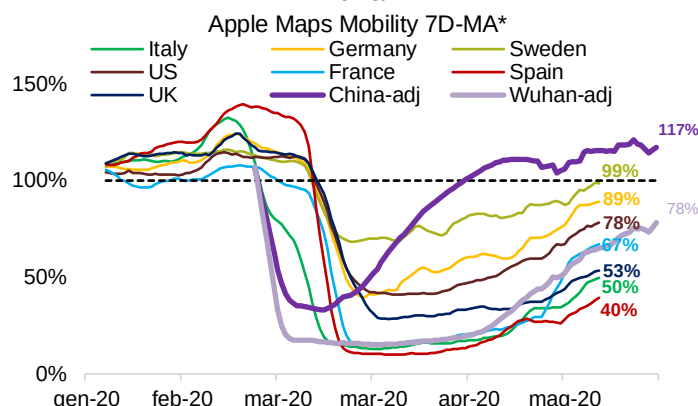
Indice di interruzione del Lockdown*



Fonte: Algebris (UK) Limited, Oxford Coronavirus Government Response Tracker, Google COVID-19 Community Mobility Reports, Apple Maps Mobility Trends Reports, Baidu Migration. *Lockdown Disruption Index calcolato come media del rigore della politica e degli scostamenti dalla linea di base di Google Mobility e Apple Mobility per il primo e il secondo trimestre insieme.

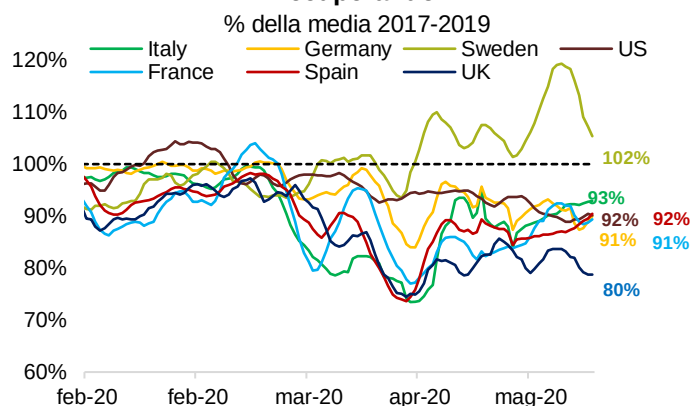
Aspetto ancora più determinante: i Paesi con sistemi sanitari più forti sono stati in grado di combattere il virus in modo più efficace fin dall'inizio, e i Paesi con una maggiore capacità fiscale hanno sostenuto le imprese più prontamente. Come dimostra la [nostra analisi](#), i numeri di riproduzione effettiva (R0) di un Paese dopo 6-8 settimane di blocco sembrano essere correlati negativamente con la solidità del settore sanitario e la resilienza complessiva (misurate dall'indice GHS, Global Health Security), indipendentemente dal rigore del blocco. In altre parole, è probabile che i Paesi più forti siano più efficienti nei test di massa, nel rintracciare i contatti e nell'isolare rapidamente i casi infetti, passaggi essenziali nel tentativo di contenere il virus. Ciò aiuta a spiegare perché Paesi come la Germania, la Corea del Sud e i Paesi del Nord siano stati in grado di gestire i rispettivi focolai con meno interruzioni delle attività.

Recupero al di fuori dalla Cina simile alla traiettoria di Wuhan



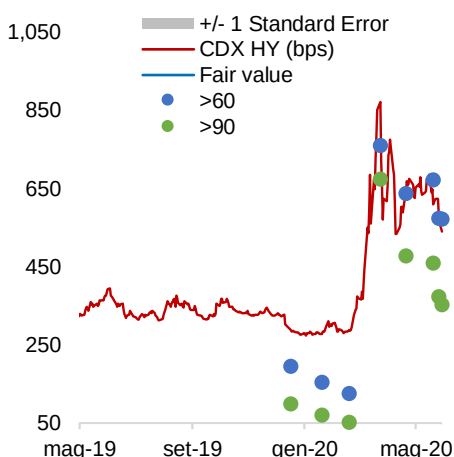
Fonte: Algebris (UK) Limited, Apple Maps Mobility Trends Reports, Baidu Migration. *Tempo di inizio corretto per la media cinese e Wuhan per corrispondere all'inizio dei blocchi fuori dalla Cina

Il consumo di energia elettrica sta gradualmente recuperando



Fonte: Algebris (UK) Limited, EIA, Terna, Statnett, SMARD, RTE, Red Eléctrica, National Grid

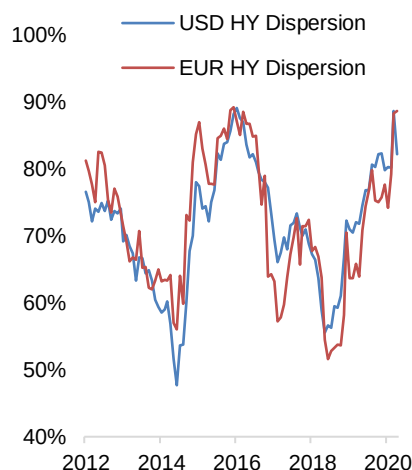
US HY Rimane dislocato CDX HY Valore equo



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg.

I regressori: Indice Russel 2000, Indice VIX, Libor USD 3m, Giorni alla scadenza, Petrolio (contratto a 12 mesi)

Nota: >60 e >90 rappresentano lo spread CDX HY corretto per i nomi che negoziano rispettivamente oltre 60 e 90



Vincitori, Sopravvissuti e Perdenti: le Opportunità nell'Obbligazionario

Mentre gli indici e gli attivi investment-grade si sono ripresi grazie all'azione delle banche centrali, nello spazio high yield permangono le dislocazioni.

Sopravvissuti: vediamo opportunità di generare alfa nell'obbligazionario che ha subito pressioni di recente, ma ha forte potenziale al rialzo grazie al sostegno della politica o alla ripresa dell'attività. Il nostro approccio alla selezione titoli (esclusi i finanziari) si basa su (a) stima di recupero ricavi e capacità di gestire costi dopo il Covid, (b) liquidità e (c) catalizzatori idiosincratici positivi quali raccolta di capitale o ristrutturazione favorevole agli obbligazionisti.

Per monitorare la velocità della ripresa in ogni settore, stiamo osservando i trend di spesa dei consumatori nei Paesi che terminano i confinamenti. La ripresa più significativa è stata registrata nel settore automobilistico e in alcune nicchie di quello dei consumi (quali cosmetici e giochi d'azzardo). Il primo gode anche dei benefici di essere un settore strategico, oltre ad essere la nuova opzione di viaggio preferita alla luce delle preoccupazioni sanitarie. All'interno di questi settori, i nomi più interessanti sono Adient, produttore di sedili per auto, Adler, produttore di sistemi acustici per le auto e Codere, una società di giochi attiva in Europa e in Sud America.

Tra i finanziari, vediamo valore nei titoli Additional Tier 1 (AT1) e nelle obbligazioni bancarie Lower Tier 2 (LT2), che non si sono ancora ripresi del tutto e probabilmente verranno supportate, dato che le banche rimangono il principale mezzo di trasmissione della politica monetaria ai cittadini e alle imprese nei Paesi periferici. Manteniamo un posizionamento lungo sulle principali banche europee, e in particolare vediamo potenziale nel LT2 di Deutsche Bank e Monte Paschi (per il potenziale sostegno governativo) e i cashes di UniCredit (soprattutto se paragonati agli AT1).

Vincitori: rimaniamo positivi sui titoli che si sono ripresi, ma continuano ad offrire cedole interessanti a fronte di fondamentali solidi. All'apice delle svendite, abbiamo incrementato le posizioni in emittenti solidi in Paesi solidi. Siamo certi che queste aziende attraverseranno indenni la crisi, ma questa duplice caratteristica conferma ulteriormente la tesi d'investimento poiché possono confidare nell'ulteriore sostegno statale qualora l'evoluzione della situazione sanitaria sia peggio del previsto. Tali nomi appartengono al settore automobilistico (VW, Ford), manifatturiero e delle costruzioni (GE, Vinci), delle telecomunicazioni (Vodafone, Telecom Italia), delle utility (EDP, ENEL), finanziario (Barclays, Intesa, BNP) ed energetico (Total). Attualmente abbiamo alleggerito le posizioni in questi emittenti, mantenendo circa la metà dell'esposizione originale. Queste obbligazioni offrono ancora un interessante rendimento medio del 5%.

Nello spazio investment grade, ci siamo spostati dal credito ai titoli convertibili, che offrono spread più elevati (essendo al di fuori dell'universo ammissibile per gli acquisti della BCE) e l'opzione di conversione in azionario (Total, Veolia, Deutsche Post, Siemens, Alibaba, BP, Dufry, Sacyr).

Perdenti: rimaniamo cauti sulle aziende-zombie in settori con eccessiva offerta. Anche prima del Covid, ci avvicinavamo con cautela ai settori in crisi secolare (commercio al dettaglio, energia) o che avevano un'elevata leva operativa (compagnie aeree). Basti pensare che le compagnie aeree hanno ricevuto ben €30 miliardi di sostegno statale in Europa e \$20 miliardi negli Stati Uniti, ma tali aiuti saranno sufficienti solo se i viaggi torneranno ad almeno il 75% dei livelli pre-crisi entro il 2021.

Per questo motivo, il nostro atteggiamento prudente è invariato e abbiamo aggiunto protezione di lungo termine in alcune compagnie che hanno leva eccessiva, acquistando titoli a breve termine e vendendo quelli a lungo termine, prezzati a livelli simili nonostante la notevole differenza di rischio. Malgrado gli aiuti di stato, continuiamo a vedere problemi di solvibilità nel lungo termine.

Inflazione: una Miccia Pronta per Essere Accesa

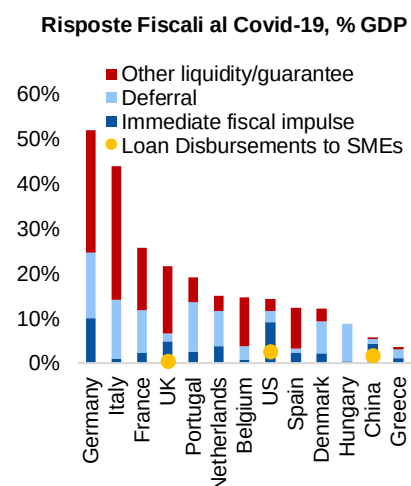
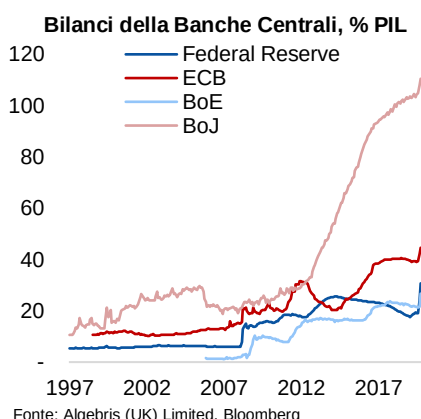
La probabilità di un aumento dell'inflazione è aumentata drasticamente negli ultimi due mesi, ma difficilmente si concretizzerà prima di 6-9 mesi. Nel lungo termine, l'inflazione rimane uno dei principali rischi per il mercato.

Le forti espansioni di bilancio delle banche centrali globali forniscono terreno fertile per pressioni inflazionistiche nei prossimi anni. Tuttavia, il Quantitative Easing (QE) è cominciato dieci anni fa e l'inflazione non è ancora aumentata. A nostro avviso, ciò è imputabile alla riduzione della velocità del denaro: la teoria monetaria presuppone che il denaro sia utilizzato per le transazioni economiche, mentre gran parte della liquidità generata dalle banche centrali rimane bloccata in attività finanziarie e "beni rifugio" (quali titoli di stato a breve termine, settore immobiliare, arte, collezionismo e oro). In altre parole, si è spezzato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria dalla massa monetaria al credito e all'economia reale. In futuro le cose potrebbero cambiare radicalmente, con l'introduzione di nuovi strumenti da parte di governi e banche centrali.

Da QE 2 a QE 3: la monetizzazione del debito è più vicina. La Fed ha incrementato gli acquisti di oltre il 10% del PIL statunitense in soli due mesi, includendo diverse categorie di obbligazioni societarie che prima non erano state toccate. L'aumento in Giappone è stato simile, e un PEPP di maggiore dimensione potrebbe mettere la BCE in una situazione simile. Anche la discussione sulla politica monetaria ha raggiunto rapidamente nuovi livelli. La Banca d'Inghilterra sta [discutendo](#) apertamente di tassi negativi. Diversi portavoce della Fed hanno [recentemente rilanciato](#) le politiche di "controllo della curva dei rendimenti" del dopoguerra, in cui le banche centrali controllano tassi a più lungo termine, in assenza di margine di manovra sui tassi a breve termine. La Nuova Zelanda ha già imboccato questa strada. Con il recente venir meno dei limiti su dimensioni e caratteristiche delle misure monetarie, il terreno per l'inflazione è più fertile che mai.

QE sta avendo impatto sull'economia reale. Una grande differenza tra l'attuale round di QE e il precedente è che le espansioni monetarie ora finanziano direttamente i deficit fiscali, e tali deficit sono chiaramente mirati ad aumentare le spese dei lavoratori a basso reddito. Man mano che la liquidità raggiungerà le famiglie con una maggiore propensione marginale al consumo, la spesa aumenterà di più.

L'amministrazione statunitense, ad esempio, ha introdotto un pacchetto di indennità di disoccupazione senza precedenti. Con il nuovo sussidio, il 70% dei beneficiari ammissibili riceverà un reddito superiore ai guadagni pre-Covid. I lavoratori con guadagni pre-Covid particolarmente bassi potrebbero ricevere ora un reddito più che doppio rispetto a tali livelli. Considerando che i disoccupati negli Stati Uniti hanno raggiunto i 24 milioni a fine aprile, riteniamo che tali misure abbiano grande potenziale di incrementare i consumi, una volta che l'incertezza del virus si sarà dissipata.



Nota: per la Cina si assume che sia stato erogato l'intero primo lotto di quote di ri-prestiti e di ri-sconti, l'intera quota di prestiti speciali alle banche di polizze, l'intero programma di obbligazioni finanziarie per i prestiti alle PMI e l'intera riassicurazione dal fondo di garanzia dei finanziamenti statali.

In molti Paesi europei, la discussione sul "reddito di cittadinanza" (nelle sue varie forme) è in fase avanzata. In Spagna, ad esempio, il governo ne ha recentemente annunciato l'introduzione per 850.000 famiglie. Ipotizzando una media di 4 persone a nucleo familiare, tale provvedimento potrebbe beneficiare il 10% della popolazione.

Infine, la maggior parte dei Paesi ha implementato onerose misure per garantire il mantenimento del posto di lavoro. Il Regno Unito, ad esempio, ha introdotto un sussidio governativo per tutti i lavoratori temporaneamente in congedo tra marzo e ottobre, fino a £2.500 al mese. Lo stimolo (oltre i £50 miliardi) raggiungerà oltre 5 milioni di lavoratori a basso reddito.

A differenza delle crisi precedenti, gli stimoli monetari stanno raggiungendo rapidamente le tasche dei lavoratori a basso reddito; pertanto, ci aspettiamo un impatto più significativo sulla spesa e sull'inflazione nella fase di ripresa.

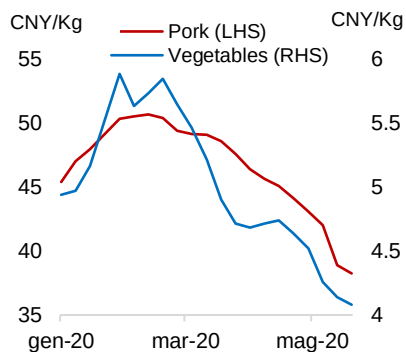
Ostacoli alle catene di produzione e de-globalizzazione potranno creare rallentamenti.

Alcuni cambiamenti lato offerta potranno impattare in alcuni Paesi i prezzi del paniere di beni utilizzato per misurare l'inflazione. Infatti, il costo di alcuni articoli potrebbe aumentare a causa di una minore offerta o di limitazioni - come i viaggi aerei o il turismo. D'altra parte, la fase generalizzata di de-globalizzazione potrebbe ridurre gli effetti positivi del commercio di altri beni, quali ad esempio quelli agricoli.

È poco probabile che le limitazioni dell'offerta generino pressioni inflazionistiche di lunga durata. Ad esempio, in marzo e aprile i prodotti alimentari hanno registrato un aumento del prezzo (anche se il livello complessivo dei prezzi ha mostrato un ribasso per effetto del petrolio e degli altri componenti principali), ma non crediamo che il trend si protrarrà nel tempo. Infatti, in Cina i prezzi dei prodotti alimentari hanno registrato un picco quando i confinamenti erano attivi, per poi scendere nuovamente durante la fase di riapertura. Nei prossimi mesi, è più probabile che la recessione generi deflazione piuttosto che inflazione. Man mano che la ripresa si fa più robusta, però, le precondizioni per l'inflazione create dai recenti stimoli potrebbero rafforzarsi.

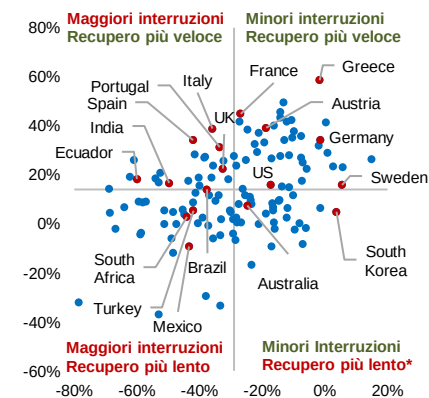
Per quanto non crediamo che le pressioni inflazionistiche si intensifichino nel prossimo futuro, vediamo poco valore nei tassi a lungo termine e nel debito pubblico dei Paesi avanzati. Il QE ha depresso troppo i primi (esponendoli al rischio inflazione), spostando l'attenzione verso il credito e i titoli di Stato di alcuni Paesi emergenti, poiché spread elevati e tassi d'interesse reali offrono un migliore ammortizzatore contro questo rischio. Tra i titoli del Tesoro statunitensi, quelli legati all'inflazione appaiono più attraenti.

Il "blocco dell'inflazione" in Cina è stato di breve durata



Leader della mobilità contro i ritardatari

Miglioramento della mobilità dato da Google dalla fine di marzo rispetto all'ultima Google Mobility (21 maggio)



Fonte: Algebris (UK) Limited, Google COVID-19 Community Mobility Reports. *Un piccolo miglioramento nel 4° quadrante potrebbe anche essere dovuto al fatto che meno disagi ha portato a meno room for improvement

Paesi Emergenti: Il Buono, il Brutto e il Cattivo

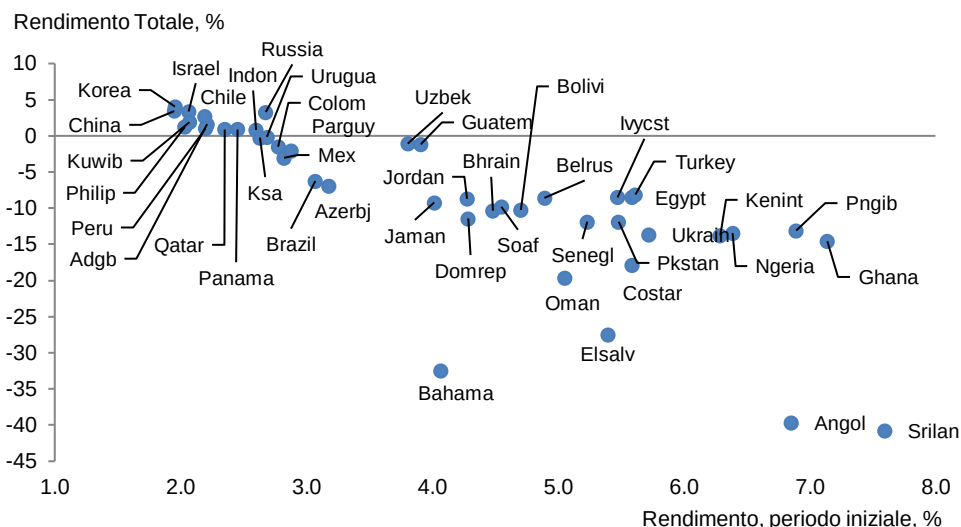
In linea generale, i Paesi emergenti non hanno ancora beneficiato della fase di rialzo iniziata in aprile e hanno visto \$43 miliardi di deflussi da inizio anno. L'indice delle valute forti rende il 6% contro il 4.5% di fine gennaio. Pensiamo che abbia senso aumentare un po' l'esposizione man mano che la fase di ripresa prosegue. Tuttavia, è fondamentale muoversi con molta attenzione in questo spazio, in quanto i livelli di debito pubblico rimangono elevati e non tutti i Paesi beneficeranno allo stesso modo di alti livelli di liquidità in dollari.

Dal 19 febbraio, vi è stata un'importante dispersione dei rendimenti dei titoli degli emergenti: tutti i Paesi sono crollati a marzo, ma solo alcuni si sono ripresi a maggio. Tali differenze nelle performance sono imputabili principalmente a diversità nei fondamentali. Con una solida crescita globale e bassi costi di finanziamento, i valori di mercato dei vari Paesi non si erano mai differenziati molto prima di quest'anno.

D'ora in avanti, invece, le differenze di fondamentali e risposte politiche saranno determinanti. Una profonda recessione globale limiterà il flusso di dollari verso gli emergenti attraverso una riduzione del commercio e delle esportazioni di materie prime. Da un lato, i Paesi che non hanno giocato d'anticipo accumulando riserve o tenendo sotto controllo i livelli di debito rischiano ristrutturazioni del debito o svalutazioni, determinando alti livelli di spread e volatilità delle valute. Dall'altro lato, le iniezioni di liquidità effettuate dalle banche centrali verranno

rapidamente assorbite dagli attivi di più alta qualità. Pertanto, a nostro avviso, si protrarrà la spaccatura del mercato che ha caratterizzato gli ultimi tre mesi.

Grande dispersione nei ritorni EM da Covid-19 - Hit Markets



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg

Nota: Rendimento totale delle obbligazioni denominate in USD 10y incluse nell'indice sovrano di valuta forte EM (JPM EMBI), rispetto al rendimento iniziale. Data iniziale: 19 febbraio 2020.

Le riserve estere della Turchia sono crollate durante la crisi



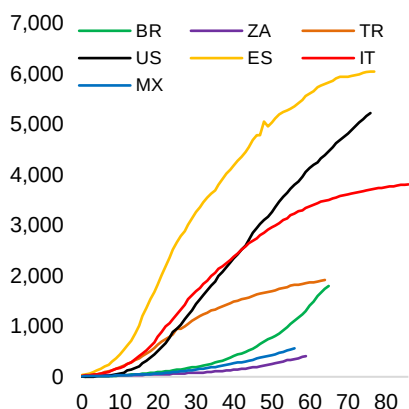
Casi per milione di persone

Giorno 0 = Giorno totale casi supera 1,000

Il buono: Indonesia, Egitto e aziende del settore energetico. L'Indonesia è uno dei pochi Paesi in cui la banca centrale ha mantenuto un atteggiamento accomodante, ma cauto e prestando attenzione al tasso di cambio. L'8% di rendimento dopo una svalutazione del 20% rende le obbligazioni interessanti. L'Egitto è in ritardo nonostante le solide riserve e il rinnovato impegno del FMI. Con lo slancio riformatore in corso negli ultimi due anni e l'accesso al mercato mantenuto durante la crisi legata al Covid, le obbligazioni rimangono sottovalutate. Il crollo del petrolio ha reso molto interessanti le valutazioni di aziende energetiche legate ai governi come Petrobras (Brasile) o Pemex (Messico).

Il brutto: Turchia. Riteniamo che la Turchia si stia avvicinando a una crisi della bilancia dei pagamenti a seguito del Covid. Lo stress finanziario globale ha esposto le debolezze della Turchia, conseguenza di diversi anni di decisioni politiche prese guardando solo al futuro prossimo. Quando la crisi legata al virus ha colpito i mercati, gli investitori globali sono andati in cerca di dollari e la banca centrale turca ha tagliato i tassi in modo aggressivo, intensificando la pressione sulla lira.

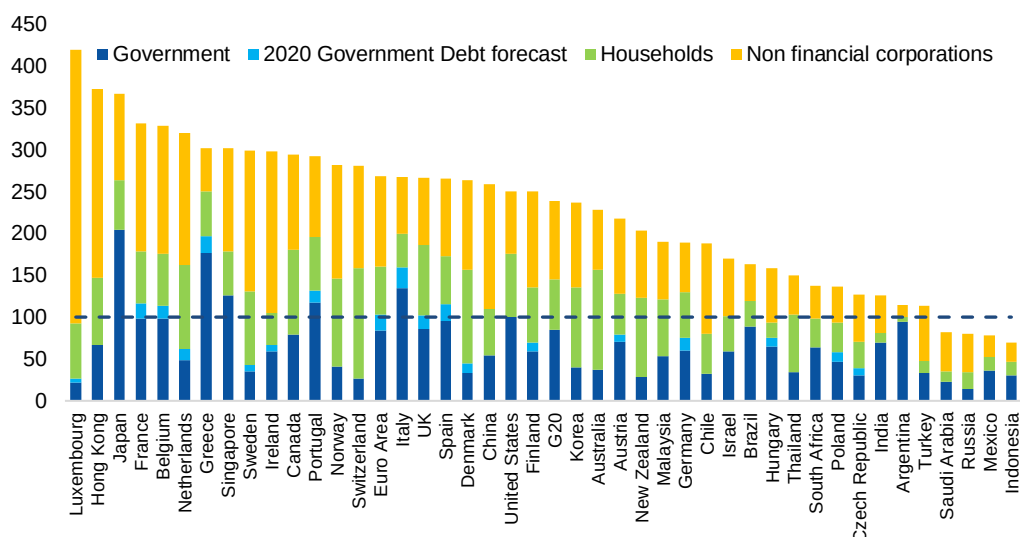
Nel tentativo di proteggere la moneta, le riserve valutarie sono state ridotte di un terzo a marzo (dati lordi sono mostrati a sinistra). Il dato netto è ancora più estremo, in quanto la banca centrale sta effettivamente prendendo in prestito dollari dalle banche private per difendere la lira, creando nel frattempo ulteriori passività potenziali. Riserve al limite e leva finanziaria delle banche elevata creano le condizioni per una crisi valutaria nei prossimi mesi, potenzialmente innescata da eventi politici. Le conseguenze sulle banche e sull'economia potrebbero essere disastrose. Manteniamo una posizione molto prudente, soprattutto sulla lira.



Il cattivo: Brasile. L'approccio populista e spavaldo al Covid del Presidente Bolsonaro, ha portato il Brasile ad un isolamento tardivo e inefficace, come dimostrato dai numeri del contagio ancora molto alti. Il Brasile è uno dei pochi Paesi in cui i numeri seguono ancora una traiettoria esponenziale, come illustrato nel grafico a sinistra.

Una crisi più lunga significa una recessione più profonda e un costo fiscale più elevato. Il Brasile chiuderà il 2020 con una recessione del 6% e un rapporto debito/PIL del 95%, in aumento rispetto al 65% del 2019. La banca centrale ha già portato i tassi al minimo storico. Senza spazio per politica fiscale e monetaria, parte della perdita di prodotto sarà permanente, a differenza dei Paesi con una maggiore leva politica. La crisi economica ha portato anche instabilità politica: cresce l'incertezza sulla durata dell'attuale mandato del governo. Rimaniamo molto cauti nei confronti del Paese, in particolare della valuta, che probabilmente soffrirà per l'aggiustamento economico nei prossimi mesi.

Credito totale per segmento di economia, % PIL



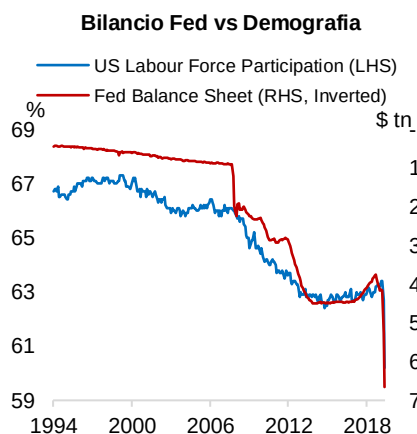
Dati al Q4 2019.

Conclusioni: Identificare I Sopravvissuti con Analisi Macro e Micro

La crisi legata al Covid ha messo a nudo l'eccesso di produzione e l'indebitamento in diversi settori della vecchia economia. I governi e le banche centrali stanno espandendo i bilanci per sostenere la domanda e tali settori. Tuttavia, non tutti i Paesi saranno in grado di dare sostegno, e non tutti i settori saranno in grado di superare la crisi o attraversare una fase di consolidamento.

In questo contesto, riteniamo che l'obbligazionario offra un miglior rapporto rischio/rendimento rispetto all'azionario, visti i multipli altissimi, soprattutto negli Stati Uniti. Gli spread del credito rimangono molto ampi e compensano un tasso di insolvenza a 5 anni del 20-25% nel segmento high yield. Inoltre, è probabile che i salvataggi pubblici favoriscano la solvibilità, con restrizioni sui dividendi e disciplina a favore degli azionisti.

Tuttavia, anche i mercati del credito sono saliti. I segmenti sicuri, investment grade o gli ovvi vincitori della crisi - come le aziende del settore tecnologico o delle telecomunicazioni - sono ora troppo cari. Vediamo opportunità in settori più ciclici e in aziende che potranno sopravvivere, grazie alle decisioni del management, vantaggi competitivi e sostegno pubblico.



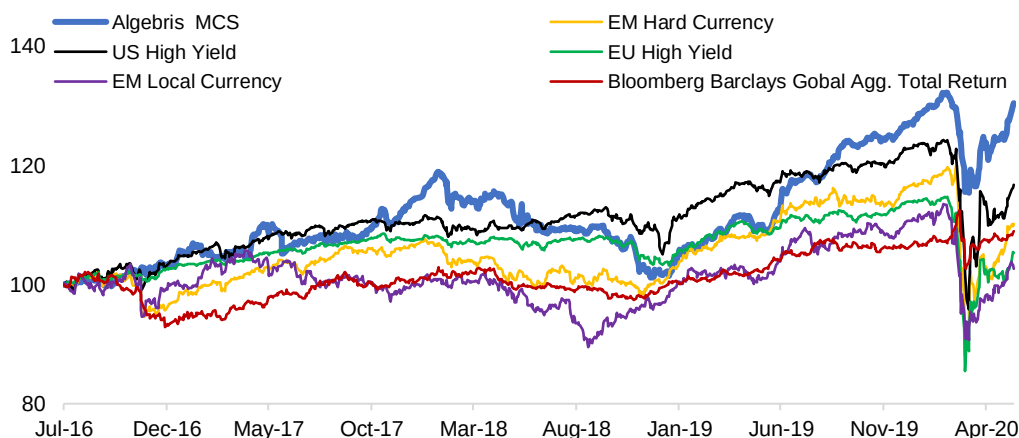
Fonte: Algebris (UK) Limited, FRED Economic Data, Real Vision Finance

Queste opportunità possono produrre rendimenti interessanti: ad esempio, le obbligazioni LT2 di Monte Paschi sono passate nei giorni scorsi da un valore di 70 alla parità, dopo che l'UE ha approvato il piano italiano di sostegno alla cessione dei crediti in sofferenza.

Il nostro compito come investitori è quello di identificare quali Paesi, settori e imprese sopravviveranno. Crediamo che combinando analisi macroeconomica e analisi micro dei fondamentali, l'approccio di Algebris Macro Credit Fund sarà la chiave per generare alfa in futuro.

Algebris Macro Credit Strategy Total Return vs Maggiori Indici

18.07.2016 = 100



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 29.05.2020

Nota: le prestazioni passate non sono una garanzia di risultati futuri. SLVBSTBU ID - Algebris Macro Credit Strategy; EMB US - iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF (EM Hard cc); JNK US - SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF (US HY); IHYG LN - iShares EUR High Yield Corp Bond UCITS ETF (EUR HY); SEML IM - iShares JP Morgan EM Local Government Bond UCITS ETF (EM Local cc); LEGATRUUU - Bloomberg Barclays Global Agg. Rendimento totale

Il Silver Bullet è la newsletter macro di Algebris Investments.

Alberto Gallo è responsabile delle Macro Strategie di Algebris (UK) Limited, ed è Portfolio Manager di [Algebris Macro Credit Fund](#), insieme ai portfolio manager/analisti Aditya Aney, Gabriele Foà e Jacopo Fioravanti.

Per ulteriori informazioni su Algebris e i suoi prodotti, o per essere inseriti nella nostra mailing list, si prega di contattare il dipartimento di Investor Relations all'indirizzo algebrisIR@algebris.com. Visitate [Algebris Insights](#) per le precedenti edizioni del Silver Bullets.

Ulteriori approfondimenti:

Bloomberg, [How Fed Could Goose Economy via Yield-Curve Control](#), 29 May 2020

Financial Times, [Bank of England pivots and starts to contemplate negative rates](#), 21 May 2020

Algebris Policy and Research Forum, [Lockdown and Effective R0: A Tale of DM vs EM](#), 15 May 2020

Fonti:

[Wikimedia Commons](#) è la fonte di tutte le immagini, se non diversamente specificato.

Edizioni precedenti:

[The Silver Bullet | The Pandemic Revolution](#), 16 April 2020
[The Silver Bullet | Podcast: Credit Opportunities](#), 10 April 2020
[The Silver Bullet | Nothing Left To Sell](#), 18 March 2020
[The Silver Bullet | Nothing Left To Buy](#), 13 February 2020
[The Silver Bullet | The Daring Twenties](#), 19 December 2019
[The Silver Bullet | FOMO](#), 28 October 2019
[The Silver Bullet | Accountable Capitalism](#), 11 October 2019
[The Silver Bullet | The Magic Money Tree](#), 06 September 2019
[The Silver Bullet | The Return of QE Forever](#), 08 July 2019
[The Silver Bullet | The Art Of The Trade Deal](#), 05 June 2019
[The Silver Bullet | Kick-the-Can Economics](#), 18 April 2019
[The Silver Bullet | QE Infinity](#), 18 March 2019
[The Silver Bullet | Throw in the Powell](#), 31 January 2019
[The Silver Bullet | 2019: Populism and Volatility, but no Recession](#), 05 December 2018
[The Silver Bullet | Europe at a Crossroads](#), 10 October 2018
[The Silver Bullet | The Economics of Populism](#), 10 September 2018
[The Silver Bullet | The Vigilantes Are Back](#), 7 August 2018
[The Silver Bullet | A Slow Motion Re-pricing](#), 30 July 2018
[The Silver Bullet | The Age of Fragility](#), 5 June 2018
[The Silver Bullet | Have Central Banks Missed the Exit Train?](#), 1 May 2018
[The Silver Bullet | Is the World Running Out of Safe Havens?](#), 28 March 2018
[The Silver Bullet | A Fragile System: The Return of Volatility](#), 27 February 2018
[The Silver Bullet | The Bond Bull Run: Is This It?](#), 1 February 2018
[The Silver Bullet | 2018: Irrational Complacency](#), 12 December 2017
[The Silver Bullet | The Central Bank Bubble: How Will It Burst?](#), 31 October 2017
[The Silver Bullet | Interplanetary Bubbles](#), 21 September 2017
[The Silver Bullet | Currency Wars: The Inflation Menace](#), 17 August 2017
[The Silver Bullet | Rebalancing and Revolutions](#), 20 July 2017
[The Silver Bullet | The Low Volatility Trap](#), 15 June 2017
[The Silver Bullet | Is the Reflation Trade Over?](#), May 22, 2017
[The Silver Bullet | Europe's Opportunity](#), May 4, 2017
[The Algebris View | Investing in the Time of Populism, Fiscal Excesses and the End of QE Infinity](#), April 20, 2017
[The Silver Bullet | Introducing the Brexit Walrus](#), March 31, 2017
[The Silver Bullet | Europe's Long Way out of QE Infinity](#), March 23, 2017
[The Silver Bullet | Don't Fret about Frexit](#), March 8, 2017
[The Silver Bullet | Greece: More Melodrachma, No Default](#), February 20, 2017
[The Silver Bullet | Don't Give up on Europe](#), February 6, 2017
[The Silver Bullet | 2017: When Inflation Dreams Become Nightmares](#), January 19, 2017
[The Silver Bullet | 2017: The Movie](#), December 14, 2016
[The Silver Bullet | Investing in the Time of Populism](#), November 15, 2016
[The Silver Bullet | Trick or Tantrum?](#), October 31, 2016
[The Silver Bullet | The High Price of a Hard Brexit](#), October 12, 2016
[The Silver Bullet | Central bankers: the tide is turning](#), September 7, 2016
[The Silver Bullet | Perpetual Motion](#), August 12, 2016
[The Silver Bullet | We are still dancing](#), July 14, 2016
[The Silver Bullet | The Divided Kingdom](#), June 28, 2016
[The Silver Bullet | Brexit: it's not EU, it's me](#), June 13, 2016
[The Silver Bullet | Trumponomics](#), June 1, 2016
[The Silver Bullet | Brazil: The Caipirinha Crisis is Just Starting](#), May 17, 2016
[The Silver Bullet | China: Feeling the Stones of Japanification](#), May 4, 2016

[The Silver Bullet | Alice and the Mad Interest Rate Party](#), April 19, 2016

[The Silver Bullet | Helicopter Money \(that's what I want\)](#), April 12, 2016

Questo documento è emesso da Algebris (UK) Limited. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da alcun destinatario per qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Algebris (UK) Limited.

Algebris (UK) Limited è autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento hanno solo scopo informativo, non hanno la pretesa di essere complete o complete e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. In nessun caso qualsiasi parte del presente documento deve essere interpretata come un'offerta o una sollecitazione di qualsiasi offerta di qualsiasi fondo gestito da Algebris (UK) Limited. Qualsiasi investimento nei prodotti cui si fa riferimento nel presente documento deve essere effettuato esclusivamente sulla base del relativo Prospetto informativo. Queste informazioni non costituiscono una Ricerca di Investimento, né una Raccomandazione di Ricerca. Con il presente documento Algebris (UK) Limited non organizza o accetta di organizzare alcuna transazione in qualsiasi tipo di investimento, né intraprende alcuna attività che richieda l'autorizzazione ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000.

Non si può fare affidamento, per nessun motivo, sulle informazioni e sulle opinioni contenute nel presente documento, né sulla loro accuratezza o completezza. Nessuna dichiarazione, garanzia o impegno, esplicito o implicito, viene data in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute in questo documento da parte di Algebris (UK) Limited, dei suoi direttori, dipendenti o affiliati e nessuna responsabilità viene accettata da tali persone per l'accuratezza o la completezza di tali informazioni o opinioni.

La distribuzione di questo documento può essere limitata in alcune giurisdizioni. Le informazioni di cui sopra sono solo a titolo di guida generale ed è responsabilità di ogni persona o persone in possesso di questo documento informarsi e osservare tutte le leggi e i regolamenti applicabili di qualsiasi giurisdizione pertinente. Il presente documento è destinato esclusivamente alla circolazione privata per gli investitori professionali.

© 2020 Algebris (UK) Limited. Tutti i diritti riservati. 4° Piano, 1 St James's Market, SW1Y 4AH.