



The Silver Bullet

ALGEBRIS INVESTMENTS

Alberto Gallo, CFA

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

Aditya Aney, CFA

Portfolio Manager
aaNEY@algebris.com

Gabriele Foà, PhD

Portfolio Manager
gfoa@algebris.com

Tao Pan

Responsabile AI e Big Data
tpan@algebris.com

Jacopo Fioravanti

Analista Macro
jfioravanti@algebris.com

Lennart Lengeling

Analista Macro e 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

Nessun porto è sicuro

*You say you want a revolution
Well, you know
We all want to change the world
You tell me that it's evolution
Well, you know
We all want to change the world*

Revolution, The Beatles, 1968

Cosa hanno in comune scarpe da ginnastica rare, arte digitale e figurine da collezione? Sono tutti beni che non producono flussi di cassa o reddito. Inoltre, la loro offerta è limitata e di recente abbiamo visto i loro prezzi salire alle stelle. Perché?

L'inflazione è sempre e comunque un fenomeno politico. La storia dimostra che governi ed elettori hanno l'ultima parola su spesa, monetizzazione del deficit e svilimento delle monete, con conseguente forte impatto sull'inflazione, anche senza considerare i risultati degli aggregati monetari, dei canali di trasmissione e della velocità del denaro.

Oggi la situazione sta cambiando. Dopo un ciclo del debito pluridecennale culminato in un decennio di tassi reali negativi, i governi si stanno spostando dalle politiche deflazionistiche alla lotta alla disuguaglianza che potrebbe portare alla stagnazione secolare. Ci riusciranno? A nostro avviso, questa è la domanda più importante a cui gli investitori devono rispondere per navigare la situazione attuale.

Sappiamo ancora poco del piano infrastrutturale varato dall'amministrazione Biden e se questo riuscirà ad invertire la stagnazione secolare e ad aumentare l'inflazione. Tuttavia, sappiamo che la musica è cambiata e gli investitori istituzionali sono posizionati nel modo sbagliato: troppo esposti ad attivi le cui valutazioni sono sostenute da bassi tassi di interesse e bassa inflazione e sotto-esposti rispetto all'economia reale. Gli asset sostenuti dalle banche centrali (governativi, credito investment grade, azioni Growth) sono quelli che hanno performato meglio nell'ultimo decennio, attraendo la maggior parte dei flussi di capitale.

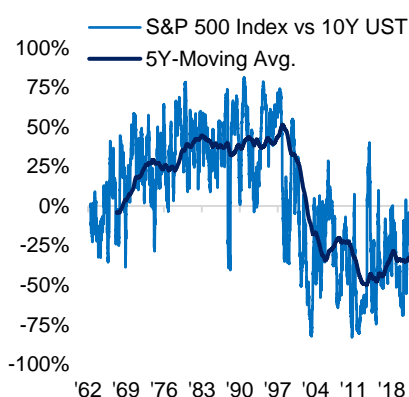
Tuttavia, gli ultimi mesi hanno dimostrato che anche solo l'ombra delle politiche inflazionistiche è sufficiente a provocare un violento repricing dei rendimenti e degli asset sensibili ai tassi di interesse. Alcune banche centrali (come quelle australiana ed europea) hanno lasciato i tassi invariati, mentre la Fed per ora prosegue con il proprio piano di acquisti, il che significa che l'opzione put implicita è sempre lì, ma con strike price più basso. Se la Fed agisse, come ci aspettiamo, lasciando salire i rendimenti decennali verso il 2,5%, allora gli asset del Quantitative Easing (QE) saranno soggetti ad un brusco riprezzamento. Se invece cercasse di fermarne la salita attuando politiche di controllo della curva, allora ci troveremmo con un dollaro ancora più basso, inflazione più alta e tassi reali ancora più negativi per i governativi.

Gli investitori in attivi a basso rendimento si troveranno inevitabilmente a perdere i loro soldi: resta da capire se ciò avverrà lentamente (con l'inflazione che piano piano erode il loro rendimento) o rapidamente (in caso di un rapido riprezzamento).

In questo contesto, le strategie attive che non si basano su beni rifugio saranno vincenti. A nostro parere la chiave sarà catturare alfa sia a livello macro (dalla volatilità e dalle divergenze

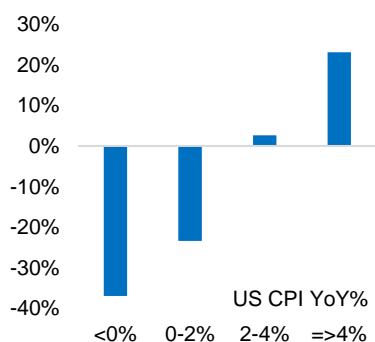
nella velocità di ripresa tra Paesi) che micro, investendo in settori che beneficeranno di forte crescita e inflazione più rapida.

Correlazione tra azioni e obbligazioni - Torniamo ai livelli normali?



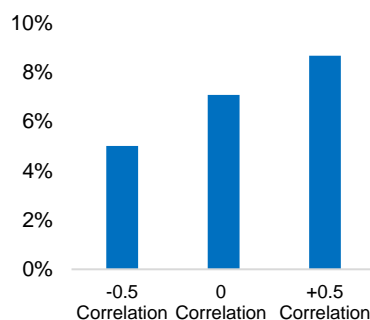
Fonte: Algebris Investments, Bloomberg.
Dati al 11.03.21

Correlazione tra azioni e obbligazioni durante diversi regimi d'inflazione



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg.
Su rendimenti settimanali dal 09.01.1962 – 11.03.2021

Volatilità portafoglio bilanciato



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg
Dati al 03.03.2021

Nota: Assumiamo un portafoglio composto per il 50% da azioni e per il 50% da obbligazioni. Assumiamo una volatilità del 10% per entrambi gli asset e tre livelli di correlazione tra azioni e obbligazioni: 50%, 0% e 50%.

La fine dei portafogli tradizionali?

Come dobbiamo ripensare la costruzione del portafoglio in questo mondo post-pandemia? I bruschi aggiustamenti di mercato visti negli ultimi anni stanno mettendo in discussione molti dei pilastri tradizionali dell'asset allocation. È improbabile che in futuro un portafoglio bilanciato 60/40 fornisca un rapporto rischio/rendimento interessante, poiché i rendimenti bassi ma in aumento invertiranno la correlazione storica tra obbligazioni e azioni. L'aumento dei tassi è una conseguenza inevitabile della ripartenza dell'economia, anche se il ritmo non sarà sostenuto come quello di febbraio. Tuttavia, l'aumento dei rendimenti potrebbe anche diventare strutturale, se il mix di politiche si spostasse permanentemente verso un maggiore stimolo fiscale.

Portafogli 60/40 – non più la soluzione perfetta

La correlazione generalmente negativa tra azioni e obbligazioni degli ultimi due decenni è stata un importante pilastro della costruzione di portafoglio. Tuttavia, è facile dimenticare che si tratta di un fenomeno piuttosto recente; ad esempio, prima della fine degli anni '90, la correlazione tra azioni e obbligazioni era positiva. Ricerche come quella pubblicata da [Andersson et al. \(2008\)](#) suggeriscono che il cambiamento potrebbe essere dovuto all'inflazione e alle aspettative di inflazione. Come mostrato nel grafico, la correlazione tra azioni e obbligazioni saliva quando l'inflazione saliva ed era molto positiva quando l'inflazione era superiore al 4%. In altre parole, quando gli investitori erano fiduciosi che l'inflazione sarebbe rimasta contenuta senza innescare rialzi tassi o erodere i rendimenti futuri, i titoli di stato fornivano una buona riserva di valore, o un "porto sicuro" in tempi di volatilità del mercato.

Ma quando i rendimenti sono troppo bassi, i governativi non coprono bene il rischio dell'azionario. Pertanto, il classico mix bilanciato di azioni e obbligazioni gioca a sfavore degli investitori, che soffrono su entrambi i fronti. Negli ultimi 20 anni, quando la correlazione tra azioni e obbligazioni è stata tendenzialmente negativa, i rendimenti in calo tendevano a segnalare un'inversione temporanea. Questo perché l'aumento dei rendimenti avrebbe iniziato a influenzare le azioni, mentre i selloff azionari non riuscivano ad innescare tassi più bassi. Questo è accaduto nel 2013 e a fine 2017, e il 2021 potrebbe seguire lo stesso copione.

Infatti, da marzo 2020, i mercati hanno già sperimentato due correzioni azionarie (agosto e ottobre, quando l'S&P è sceso di circa il 9%). In entrambi i casi, i rendimenti dei governativi si sono mossi appena. L'accelerazione dei tassi vista a febbraio, al contrario, ha iniziato a influenzare l'azionario. Allo stesso modo, le valutazioni azionarie elevate nei settori Growth indicano che il rally del 2020 ha meccanicamente aumentato la duration azionaria, ovvero la sensibilità del mercato azionario all'aumento dei tassi. Oggi, il portafoglio tradizionale 60/40 offre il rendimento più basso e il rischio duration più alto di sempre.

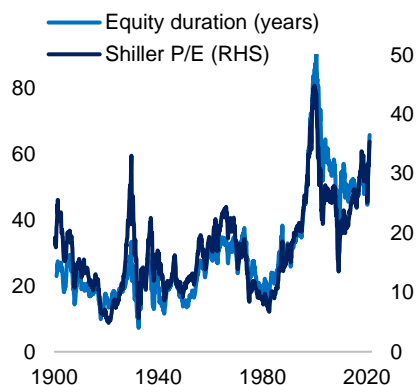
Tassi – direzione nord

Se la storia e le valutazioni suggeriscono che i mercati azionari sono vulnerabili a ulteriori aumenti dei tassi, i recenti movimenti lasciano pensare che un'altra fase di svendite non sia lontana.

Innanzitutto, perché diventerà gradualmente più difficile per l'azionario sostenere questo **livello** di rendimenti. Il rendimento da dividendi dell'indice S&P 500 è ~1,5%, vicino all'attuale rendimento del decennale americano. Se il trend dovesse continuare, farebbe sicuramente allontanare dall'azionario gli investitori in cerca di reddito. In secondo luogo, perché è aumentato il **ritmo** con cui i rendimenti dei governativi stanno salendo. La volatilità dei tassi è quasi raddoppiata nella seconda metà di febbraio ed è ora ai livelli più alti da aprile 2020. Movimenti dei tassi più rapidi tendono a influenzare la volatilità e i prezzi azionari in modo più marcato. Infine, per i **motivi** che sono alla base dell'aumento dei tassi. Mentre la maggior parte dell'aumento di gennaio era dovuto alle aspettative di inflazione, il movimento di febbraio è stato innescato da tassi reali più alti, che si ripercuotono più facilmente sul rischio. Con il breakeven dell'inflazione a lungo termine sopra il 2% e i rendimenti reali ai minimi da molti anni, è probabile che in futuro un'ulteriore pressione sui tassi derivi dai rendimenti reali.

Attualmente il rischio duration è la principale incognita nei portafogli degli investitori e crediamo che la pressione sui tassi globali rimarrà. I rendimenti reali sono ora a circa -0,7%, il livello più basso degli ultimi vent'anni, precedentemente raggiunto solo dopo la crisi dell'Eurozona nel

Valutazioni azionarie più alte significano maggiore sensibilità ai tassi



Fonte: Algebris Investments, Robert Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research. Dati al 28.02.21

2012. Poiché il secondo e il terzo trimestre dell'anno offriranno una crescita robusta, una maggiore normalizzazione potrebbe avvenire anche in assenza di una stretta delle banche centrali. Le aspettative di inflazione si aggirano intorno al 2%, un livello non altissimo, che probabilmente sarà superato dalle pubblicazioni degli IPC (Indici dei Prezzi al Consumo) ad aprile e maggio. Gli Stati Uniti e il Regno Unito stanno aumentando gli stimoli e l'Europa potrebbe seguirli nel secondo semestre dell'anno. Questa volta l'offerta in eccesso dovrà essere assorbita dai mercati, dato che le banche centrali hanno poche ragioni per aumentare il QE in una fase di ripresa.

Le banche centrali cercheranno di controllare il ritmo dell'allargamento tassi e potrebbero fermarlo a tratti, ma è improbabile che possano invertire la tendenza. Dato che la crescita globale sta rimbalzando e che i dati mostrano una certa inflazione, non c'è motivo di intensificare le misure per controllare i rendimenti a lungo termine, a meno che la volatilità del mercato non vada fuori controllo. L'intervento verbale ancorerà il front-end della curva, ma rimarranno pressioni per l'irripidimento. Non crediamo che le principali banche centrali smettano di essere accomodanti prima della seconda metà dell'anno, ma una posizione "neutrale" è storicamente coerente con rendimenti reali intorno allo 0,5% (che di per sé sarebbe sufficiente per un ulteriore ampliamento di 120 pb).

Politica fiscale americana – benzina sui tassi infuocati

Ulteriore pressione sui tassi verrà dalla politica fiscale statunitense. Ad inizio marzo, il Congresso americano ha approvato la versione completa del [pacchetto fiscale](#) di Biden, che consiste in \$1,9 miliardi di nuovi stimoli. Come abbiamo discusso nella precedente edizione del [Silver Bullet](#), circa il 50% del piano è dedicato a misure di sostegno al reddito, compresi gli assegni di stimolo e il sostegno alla disoccupazione. Con i tassi di risparmio statunitensi già a 2,5 volte i livelli pre-covid, le previsioni di spesa sono molto rosee per il secondo semestre dell'anno, quando l'economia statunitense dovrebbe accelerare la riapertura. Uno stimolo del 10% del PIL è in linea con l'anno scorso, con la differenza chiave che questa volta agli investitori viene lasciato l'onere di acquistare le obbligazioni. Nel 2021, il Tesoro americano emetterà \$2,5tn di nuove obbligazioni, mentre la Fed ne assorbirà solo \$1tn. E qui si vede la netta differenza con il 2020, quando gli acquisti della Fed hanno costantemente superato le emissioni del Tesoro. In passato (ad esempio nel biennio 2016-17), espansione fiscale senza politiche monetarie accomodanti ha portato all'irripidimento della curva.

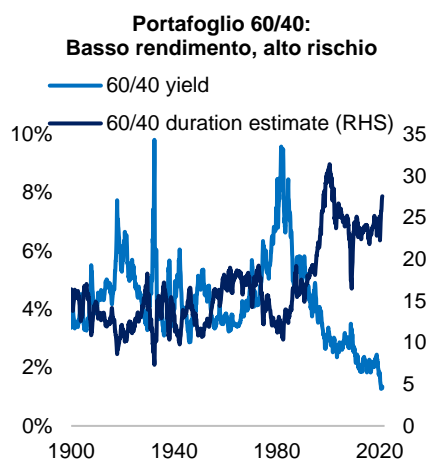
Credito – il gigante addormentato

I mercati del credito sono stati finora straordinariamente resilienti rispetto ai movimenti dei tassi. Crediamo che questo sia dovuto a buoni dati macroeconomici e al sostegno delle banche centrali. Tuttavia, pensiamo che il credito potrebbe improvvisamente indebolirsi nel corso dell'anno, quando il sostegno delle banche centrali sarà messo in discussione dalle crescenti pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti e il flusso di notizie macroeconomiche positive si esaurirà gradualmente.

Gli spread sul credito normalmente si restringono in un ambiente macroeconomico positivo. Oggi, tuttavia, sono già stati compressi dagli acquisti delle banche centrali e hanno poco spazio per compensare un allargamento dei governativi. Al rischio di un aumento dei rendimenti si aggiunge l'aumento della duration: quella del credito investment grade (IG) statunitense è ora oltre i dieci anni, poiché gli emittenti hanno esteso le scadenze negli ultimi anni. L'indice iBoxx in dollari ha già perso oltre il 6% da inizio anno, a causa dell'aumento dei rendimenti.

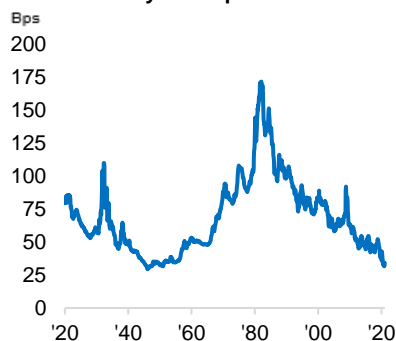
Le obbligazioni con rendimento più alto sono più protette, ma il buffer non è grande. Il debito americano high yield (HY) rende agli investitori ~370 pb, che è troppo poco per compensare piccole perdite nel credito e un potenziale allargamento dei rendimenti di 50-100 pb.

Questo semplice calcolo fa capire come il credito IG considerato generalmente "sicuro" è in realtà perdente, mentre il rischioso credito HY non offre in realtà rendimento. A nostro parere, se i tassi di interesse continuassero a salire, i flussi potrebbero invertirsi, come nel 2013 e nel 2018. Dal 15 aprile 2020, \$640 miliardi sono fluiti dagli investitori al mercato obbligazionario globale, più del 50% dei quali nel credito IG. EM e HY hanno chiuso il 2020 con flussi netti positivi, nonostante i forti deflussi di marzo-aprile. Anche solo un parziale svincolo di questi flussi potrebbe aggravare i movimenti dei tassi, ampliando gli spread del credito di pari passo.



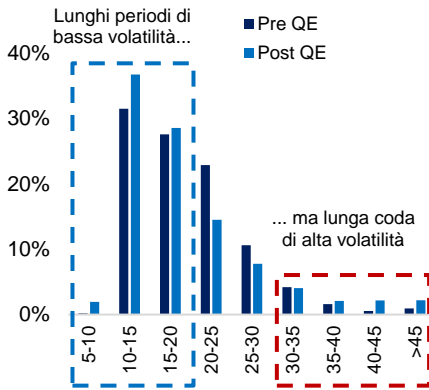
Fonte: Algebris Investments, Robert Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research. Dati al 28.02.21
Nota: Dati per US (60% S&P 500, 40% US 10Y bonds)

Wipeout Buffer – Movimento di un punto base per cancellare 1 anno di carry in Corp US Baa



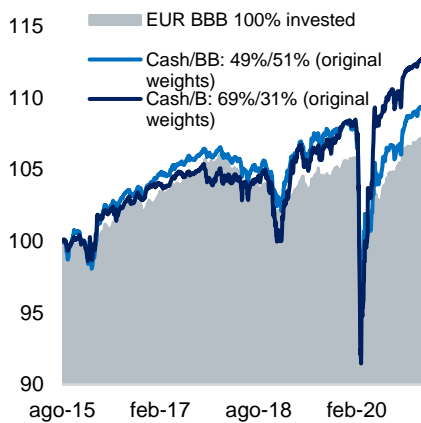
Fonte: Algebris Investments, FRED.
Dati a febbraio 2021
Nota: si assume una duration di 10 anni

VIX pre e post QE: percentuale di giorni in cui il VIX rientra nei parametri



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg. Dati a gen-21

Portafoglio completamente investito vs gestione del cash

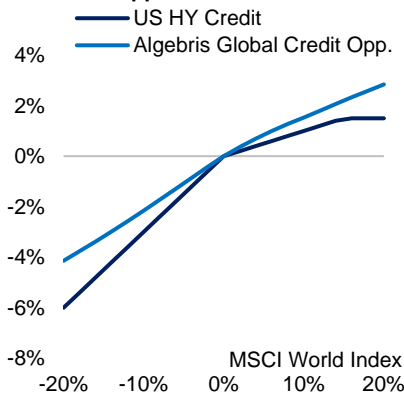


Fonte: Algebris Investments, Bloomberg.

Dati al marzo 2021

Note: Per i portafogli si suppone che il 50% della liquidità venga impiegata per ogni 1,2% di drawdown dai massimi storici. Il contante investito viene riacquisito dopo un recupero dell'1,2% dai livelli del drawdown.

Analisi della convessità: Sensibilità del Algebris Global Credit Opp. al MSCI World



Fonte: Algebris Investments, FIS APT.

Dati al 24.02.2021

Nota: Credito US HY – Azionario HYG US

Costruzione di portafoglio ottimale nel deserto dei rendimenti

Approccio barbell è vincente

Un portafoglio dinamico con approccio "barbell" tra credito e liquidità offre un rapporto rischio-rendimento migliore di un portafoglio tradizionale, completamente investito in credito. In un contesto di QE e di tassi d'interesse bassissimi, quest'ultimo offre rendimenti negativamente convessi agli investitori. Ciò significa che questi ultimi ricevono una piccola cedola annuale in cambio del rischio di grossi crolli e l'incapacità di impiegare liquidità di riserva in periodi di stress. Con gli spread che si restringono e la duration delle obbligazioni in crescita, anche un piccolo allargamento può cancellare un intero anno di carry. Questo rischio-rendimento negativo è particolarmente lampante oggi, dati i mercati fragili e volatili a valutazioni elevate: dall'inizio del QE, gli eventi estremi sono diventati più frequenti, come illustrato in seguito. A nostro parere, un portafoglio barbell tra liquidità e obbligazioni con rating BB o B- fornisce lo stesso spread di un portafoglio di solo credito BBB, ma lascia anche la possibilità di generare ulteriori rendimenti/alfa impiegando la liquidità di riserva in momenti di stress.

Per dimostrarlo, abbiamo creato tre portafogli ipotetici: uno BBB solo credito, uno barbell cash/obbligazioni BB e uno barbell cash/obbligazioni B. I pesi della liquidità rispetto a credito BB o B sono regolati in modo che tutti e tre i portafogli abbiano lo stesso spread medio. Per i portafogli barbell, assumiamo che per ogni crollo dell'1,2% dei mercati, venga impiegata la metà delle riserve di liquidità, vale a dire che con un drawdown del 2,4% i portafogli sarebbero completamente investiti rispettivamente in credito BB e B. Le obbligazioni acquistate verrebbero poi vendute quando il mercato fosse salito dell'1,2% dal punto di ingresso. Come mostrato nel grafico, i portafogli con che seguono questo approccio barbell performano meglio del portafoglio interamente di credito BBB, anche con soglie più basse.

Obbligazioni convertibili – meglio la convessità del credito standard

Nell'ultimo anno, il mercato delle obbligazioni convertibili è cresciuto del 50%, fino a toccare i \$500 miliardi. Tuttavia, ha ancora spazio di crescita, soprattutto se paragonato alla dimensione del mercato HY (\$2,6tn). Le convertibili offrono un migliore rapporto rischio-rendimento rispetto al semplice credito. In parole povere: in uno scenario negativo, obbligazioni convertibili e obbligazioni standard soffrono allo stesso modo, mentre in uno positivo, le convertibili offrono potenziale al rialzo molto più sostanziale e vicino a quello delle azioni. Storicamente queste obbligazioni sono state svantaggiate perché venivano emesse con una cedola più bassa delle obbligazioni standard, ma, ai livelli bassissimi toccati oggi dagli spread, questa differenza nella cedola non è più così rilevante ed è ben compensata dal potenziale al rialzo. Nel 2020, questi strumenti hanno fornito un'esposizione poco costosa ai settori in difficoltà, dando agli emittenti l'opportunità di raccogliere fondi a un costo basso e agli investitori un potenziale significativo.

Ottimizzare rischio-rendimento

In un portafoglio di credito, i derivati possono essere usati efficacemente per montare coperture, migliorare il rendimento del portafoglio e capitalizzare le opportunità di valore relativo. Si pensi per esempio all'acquisto di opzioni sui tassi per proteggersi da un allargamento dei tassi, alla vendita di covered call per migliorare i rendimenti e all'uso di CDS per catturare opportunità di valore relativo tra società/Paesi (o da trade sulla curva della stessa società/Paese). In definitiva, questi strumenti possono migliorare la capacità di catturare il potenziale al rialzo, proteggere dal ribasso e aiutare a generare ulteriore alfa. Per dimostrarlo, abbiamo modellato il rendimento del nostro portafoglio attuale rispetto a un ETF di credito HY statunitense a seconda dei movimenti di rialzo/ribasso del mercato. Come illustrato dal grafico, un portafoglio costruito con approccio barbell di credito, obbligazioni convertibili e coperture, offre un rendimento migliore.

Conclusione: non c'è più spazio per nascondersi

Come si definisce un bene rifugio? È una riserva di valore, un asset il cui prezzo è stabile e di cui ci si può [fidare](#). Potremmo anche dire che è una classe di attivo che dovrebbe salire quando il prezzo di quelli rischiosi scende.

Ciò ormai non si applica più ai governativi. È vero che il recente movimento dei prezzi potrebbe essere ciclico, un intervallo all'interno di un mercato obbligazionario al rialzo che potrebbe persistere a causa di tendenze deflazionistiche strutturali. Ma ci sono ragioni per almeno dubitare di questa ipotesi e credere che il movimento di inflazione e tassi sia l'inizio di una svolta più sostenuta.

Traiamo alcune conclusioni strutturali dalla comunicazione politica e dall'andamento dei prezzi negli ultimi mesi:

- Le misure varate stanno puntando sempre di più verso politiche fiscali. Crediamo che l'amministrazione Biden approverà un grande piano infrastrutturale nel secondo trimestre, che coprirà un orizzonte pluridecennale. In combinazione con una distribuzione dei vaccini più veloce del previsto, pensiamo che questo spingerà il PIL statunitense al di sopra dei livelli pre-Covid già nel terzo trimestre dell'anno. Ciò detto, la [disuguaglianza](#) sociale e geografica rimarrà probabilmente elevata: di conseguenza, la politica fiscale potrebbe continuare ad essere proattiva in futuro. Misure come il reddito di cittadinanza o la classica monetizzazione del debito (ribattezzata "teoria monetaria moderna") stanno diventando sempre più popolari.

- I governativi non sono più un "porto sicuro". In assenza di un'inflazione significativa, un decennio di acquisti da parte delle banche centrali ha incentivato strategie basate su una bassa volatilità e correlazioni stabili. Questo equilibrio è sempre più instabile e gli investitori in asset abbondantemente disponibili appaiono sempre più vulnerabili. Anche se le banche centrali attuassero strategie di controllo della curva dei rendimenti, la ricchezza degli obbligazionisti sarebbe gradualmente erosa dall'inflazione.

- I mercati finanziari sono diventati più fragili, con più frequenti arresti improvvisi o flash crash, che a loro volta costringono le banche centrali a intervenire. Durante questi crash, il movimento dei prezzi ha mostrato che gli attivi privi di rischio non danno più protezione. In un evento di deleveraging (noto anche come "tantrum"), le svendite interessano sia gli asset rischiosi che quelli privi di rischio. Non è una novità, tuttavia.

- Una stabile correlazione negativa tra obbligazioni e attivi di rischio è un fenomeno relativamente recente, che è stato accompagnato da decenni di inflazione stabile. Prima della fine degli anni Novanta, le correlazioni tra obbligazioni e azioni erano per lo più positive. Il recente cambiamento di politica può significare un cambiamento anche nelle correlazioni.

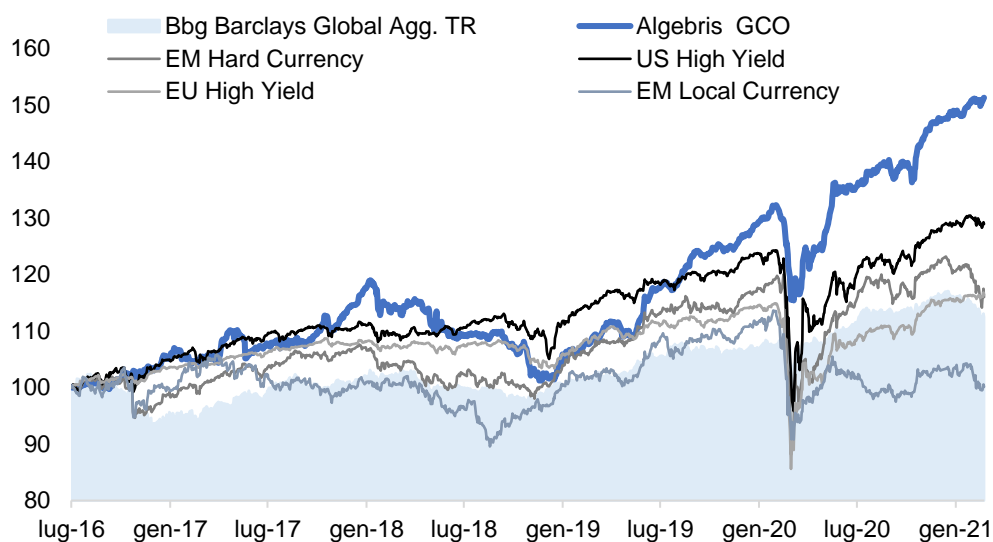
- I principi alla base dell'asset allocation tradizionale potrebbero non funzionare più in questo contesto. In assenza di attivi privi di rischio correlati negativamente per mitigare il rischio di portafoglio, le obbligazioni non sono più in grado di bilanciarlo adeguatamente.

- Di conseguenza, gli investitori devono ripensare a quali attivi privi di rischio acquistare, o ripensare all'asset allocation in toto, concentrandosi su strategie che gestiscono il rischio internamente, piuttosto che affidarsi a correlazioni stabili tra attivi con e senza rischio.

In un mondo in cui i governi producono una quantità crescente di debito e le banche centrali non intervengono più, gli obbligazionisti nel classico senso della parola si stanno trasformando in [rane bollite](#). La costruzione di un portafoglio a reddito fisso in questo contesto è intrinsecamente difficile: la maggior parte delle classi di attivi offre poco potenziale al rialzo e tanto potenziale al ribasso.

Algebris Global Credit Opportunities Fund è posizionato per beneficiare da ripresa dell'economia, accelerazione della spesa e aumento dei rendimenti. Allo stesso tempo, manteniamo un'ampia porzione di liquidità e coperture poco costose, che ci permetteranno di acquistare selettivamente nei prossimi mesi, se la volatilità dovesse aumentare.

Algebris Global Credit Opportunities Fund vs Principali Indici Obbligazionari



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Fonte: Algebris Investments, Bloomberg. Dati al 12.03.2021. Dati normalizzati a 100 al 19.07.2016

Nota: SLVBTBU ID - Algebris GCO; EMB US Equity - EM Hard currency; JNK US Equity - US High Yield; IHYG LN Equity - EUR High Yield; SEML IM Equity - EM Local currency; LEGATRUU Index - Bloomberg Barclays Global Agg. Total Return

Il Silver Bullet è la lettera che Algebris Investments rivolge agli investitori del credito globale.

Alberto Gallo è Head of Global Credit Strategies presso Algebris (UK) Limited, nonché Portfolio Manager del fondo [Algebris Global Credit Opportunities Fund](#). Collabora con i gestori di portafoglio/analisti macro Aditya Aney, Gabriele Foà e Jacopo Fioravanti e Lennart Lengeling.

Per ulteriori informazioni su Algebris e i suoi prodotti o per farsi inserire nella lista di distribuzione del nostro Silver Bullet, si prega di contattare il dipartimento Investor Relations all'indirizzo algebrisIR@algebris.com. I Silver Bullet passati sono disponibili sul sito [Algebris Insights](#)

Ulteriori approfondimenti:

Financial Times, [Senate approves Joe Biden's \\$1.9tn stimulus legislation](#), 6 March 2021

BIS, [Measuring financial cycle time](#), November 2018

Gabriela Ramos, OECD, [The productivity and equality nexus: Is there a benefit in addressing them together?](#), September 2016

Bank of England, [Staff Working Paper No. 571: Secular drivers of the global real interest rate](#), December 2015

Andersson et al., [Why Does the Correlation between Stock and Bond Returns Vary Over Time?](#), February 2008

Fonti:

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

Precedenti Edizioni:

[The Silver Bullet | Brave New World](#), 04 February 2021
[The Silver Bullet | The New Bond Vigilantes](#), 02 December 2020
[The Silver Bullet | The Anti-Bubble Portfolio](#), 29 September 2020
[The Silver Bullet | Boiling Frogs](#), 21 July 2020
[The Silver Bullet | Creative Destruction](#), 1 June 2020
[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 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.

© 2021 Algebris (UK) Limited. Tutti i diritti riservati. 4° Piano, 1 St James's Market, SW1Y 4AH.