



The Silver Bullet

ALGEBRIS INVESTMENTS

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

Aditya Aney, CFA
Portfolio Manager
aney@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

Portafoglio Anti-Bolle

Cos'è la repressione finanziaria? È un insieme di politiche che portano i risparmiatori a guadagnare rendimenti inferiori al tasso d'inflazione per fornire prestiti a basso costo alle imprese e ai governi, riducendo l'onere dei rimborsi.

Nell'ultimo decennio, l'*allentamento monetario* (Quantitative Easing, QE) ha fatto lievitare i prezzi degli attivi, ma non è riuscito ad aumentare l'inflazione. Ha anche aggravato alcuni effetti collaterali - quali la disuguaglianza a livello di imprese e famiglie - premiando chi era già in posizioni avvantaggiate.

Oggi la musica sta cambiando. La crisi innescata dal Covid-19 ha già evidenziato quanto sia importante che i governi occidentali non solo promuovano la crescita, ma si impegnino sul fronte del *social welfare* (incluse sanità e infrastrutture) e della riduzione delle disuguaglianze. Una potenziale vittoria democratica alle elezioni negli Stati Uniti potrebbe favorire politiche di trasferimento di denaro (*helicopter money*), ovvero maggiori stimoli fiscali a stati, autorità locali e individui, combinati con una politica monetaria accomodante.

Uno dei motivi per cui il QE non è riuscito a generare inflazione è stato il fatto che ha premiato in primo luogo i più abbienti, che già hanno una bassa propensione a spendere, e non sempre è stato accompagnato da stimoli fiscali. La combinazione di stimolo fiscale straordinario e Fed focalizzata sul mercato del lavoro e più flessibile sull'inflazione potrebbe finalmente risultare in un dollaro più debole e *un certo livello di inflazione* nei prossimi anni.

Quali saranno le conseguenze per gli investitori obbligazionari? Secondo noi, si sentiranno come immersi [in una pentola che bolle](#). I livelli di indebitamento sono in aumento nei mercati avanzati ed emergenti, mentre i rendimenti reali sono già ben al di sotto dello zero. È vero che ci sono ancora forze deflazionistiche in azione, quali la perturbazione della domanda, l'invecchiamento della popolazione e la sovrapproduzione in aree della vecchia economia dove la domanda non è più così forte (energia, vendite al dettaglio, auto, settore bancario tradizionale, immobiliare commerciale). Tuttavia, considerando i rendimenti attuali, gli investitori non hanno margine di errore. I titoli più rischiosi da avere in portafoglio sono, forse, quelli di debito pubblico a lungo termine: la perdita è certa, l'unica incognita è se sarà lenta causa inflazione o rapida causa revisione delle aspettative.

Comunque, indipendentemente dai prezzi nel breve termine, un decennio di QE ha portato profondi cambiamenti nella struttura dei mercati finanziari. Mentre ci avviciniamo a un potenziale punto di svolta, gli investitori dovranno ripensare i loro portafogli in base ai cambiamenti di volatilità, liquidità e correlazione degli attivi finanziari.

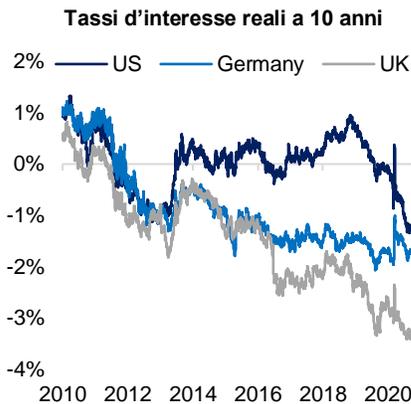
Il fatto che le azioni della banca centrale siano diventate così determinanti ha dato alla volatilità una struttura binaria con una coda spessa: ci sono più giorni di sole, ma quando c'è brutto tempo si scatenano uragani.

Gli attivi ad alto e basso rischio si muovono in tandem: gli investitori mettono in dubbio le decisioni della banca centrale, spesso acquistandoli o vendendoli insieme. Con rendimenti

governativi molto bassi, la leva finanziaria nelle strategie bilanciate e di risk parity è cresciuta, rendendo i movimenti di mercato ancora più estremi.

Infine, la liquidità è diminuita, poiché le normative bancarie limitano la quantità di scorte che i dealer possono detenere, mentre le strategie passive continuano a crescere.

Banche Centrali e Investitori: un Patto col Diavolo



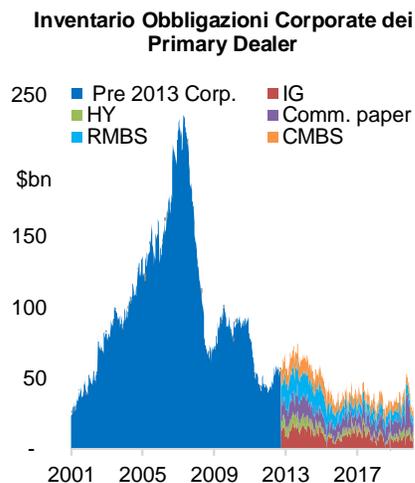
Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 28.09.2020.
Nota: Tassi reali calcolati sottraendo lo swap sull'inflazione a 10 anni dal rendimento nominale a 10 anni.

Pensate al mercato delle mele, in cui compratori e venditori possono avere opinioni diverse sulle condizioni meteorologiche e sulla domanda, ma alla fine raggiungeranno un prezzo di equilibrio per gli scambi. Ora, immaginate un mercato in cui *tutti* vogliono comprare dal lunedì al mercoledì e tutti vogliono vendere per il resto della settimana, anticipando l'impatto del programma di allentamento quantitativo delle mele.

In questo secondo scenario, le fluttuazioni dei prezzi sono molto più estreme, indipendentemente dai fondamentali – questo perché la maggior parte delle persone compra o vende allo stesso tempo, basandosi su un solo fattore. Questo è quello che chiameremmo mercato *binario*.

Una decina d'anni fa, le banche centrali sono passate dalla politica monetaria standard, all'acquisto di attivi e hanno incrementato il condizionamento delle aspettative del mercato tramite i propri annunci. Da allora, le banche hanno iniziato ad avere un'influenza diretta sui mercati e allo stesso tempo gli investitori hanno iniziato a fare più affidamento su di loro.

Gli investitori, sulla scorta di un'esplicita opzione put con la banca centrale, che hanno comprato sul calo dei prezzi, hanno [ottenuto ogni anno risultati migliori](#) di quelli con una view di lungo periodo. Anche le strategie passive sono cresciute, insieme alle strategie che scommettono sulla volatilità contenuta. Di conseguenza, il [Fondo Monetario Internazionale](#) ha rilevato un aumento della percentuale di investitori che si muovono nella stessa direzione (fenomeno definito *herding*). Allo stesso tempo, le autorità regolamentari desiderose di proteggersi dal ripetersi dell'ultima crisi hanno limitato i livelli di rischio, riducendo al minimo lo stock dei dealer.



Fonte: Algebris (UK) Limited, Federal Reserve Bank of New York

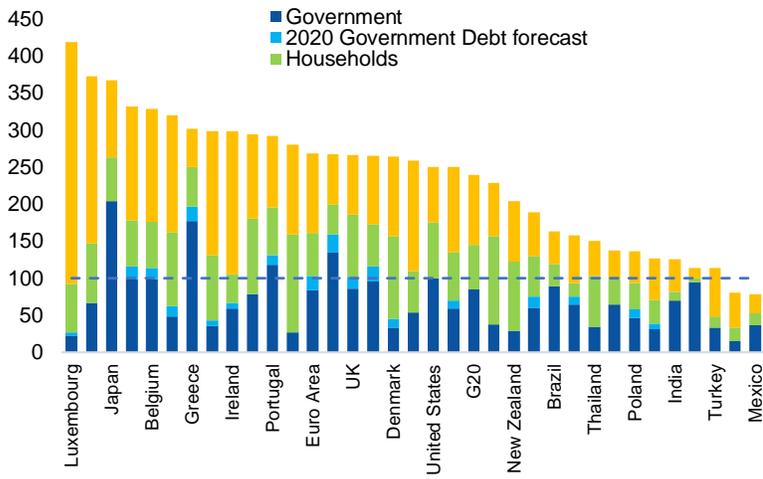
Tutto ciò ha funzionato bene all'inizio della fase di intervento della banca centrale, ma il problema dei mercati binari è che diventano sempre più *fragili*. Un mercato in cui le banche centrali hanno promesso tranquillità, ma le autorità regolamentari imposto nuove restrizioni ai dealer, rischia di creare confusione fra gli operatori del mercato.

Negli ultimi anni, più volte le banche centrali hanno tentato di cambiare la retorica, con conseguenti bruschi crolli di mercato che mettevano a rischio la stabilità finanziaria. Durante l'ultimo tentativo di normalizzare la politica nel 2018, le strategie di volatilità a breve termine sono crollate e gli spread del credito si sono ampliati a livelli record. Le banche centrali hanno fatto un passo indietro, invertendo la rotta, ma sono rimaste con poche munizioni per combattere la pandemia attuale. Mentre il virus ha mandato i mercati in tilt durante il primo trimestre, la reazione è stata quella di maggiori acquisti.

La politica monetaria ha salvato i mercati ancora una volta. Tuttavia, ha reso la reazione della politica monetaria più dipendente dall'azione dei prezzi, come ha scritto la BRI, generando una serie di [cicli boom-bust](#). A sua volta, questa dipendenza influenzerà il comportamento degli investitori.

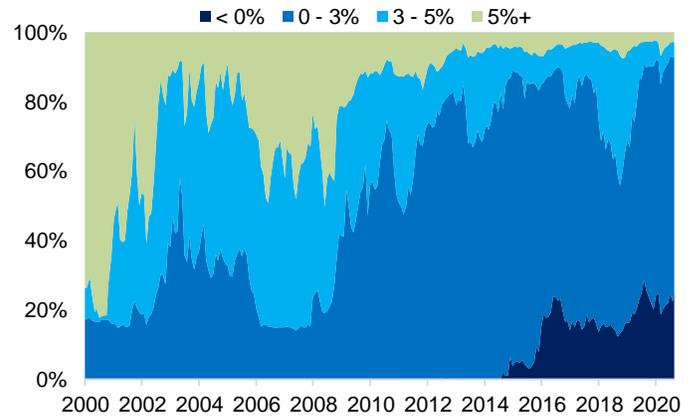
Come può questa dipendenza influenzare l'economia e i mercati finanziari?

Credito Totale per Segmento dell'Economia, % PIL



Fonte: Algebris (UK) Limited, BRI, Commissione Europea; Previsioni economiche della primavera 2020. Dati al 4° trimestre 2019.

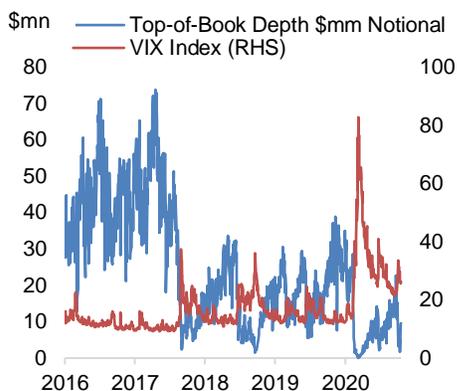
Mercato Globale Strumenti a Reddito Fisso: Distribuzione dei Rendimenti



Fonte: Algebris (UK) Limited, ICE Data Services, LLC, BofA Securities. Dati al 24.09.2020

Fragilità Finanziaria: Volatilità, Correlazione e Liquidità

Liquidità Torna ai Minimi Storici SPX Futures Profondità Top-of-Book



Investment Research.
Dati al 16.09.2020

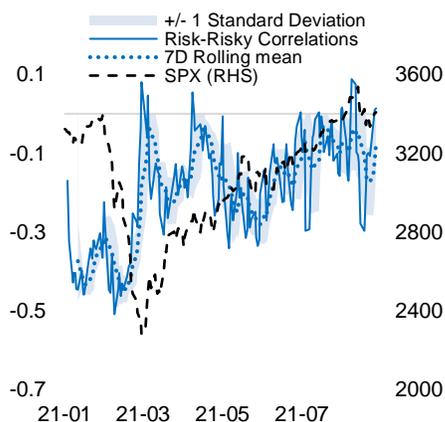
Negli ultimi anni, abbiamo discusso alcune conseguenze del persistere di tassi di interesse bassi *sull'economia*: ci sono molti aspetti positivi sul breve, come un aumento della fiducia e dei consumi. Tuttavia, gli aspetti negativi si rivelano col tempo, inghiottendo l'economia in un *ciclo infinito di QE*. Tassi di interesse bassi tengono in vita aziende inefficienti e, come recentemente sottolineato dall'[Economist](#), lo stimolo del Covid potrebbe portare ad un'ulteriore ondata di "zombificazione". Altri effetti dei tassi bassi e persistenti sono il vantaggio di finanziamento per le grandi imprese e l'incentivo per queste a consolidarsi acquisendo potenziali minacce, portando nel tempo a possibili comportamenti oligopolistici, come discusso nel [The Silver Bullet | La Rivoluzione Pandemica](#) e [Il Mito del Capitalismo](#).

Ma concentriamoci ora sui cambiamenti strutturali dei mercati e su come muoversi in questo nuovo contesto. I mercati post-QE hanno infatti una diversa volatilità, correlazione e struttura di liquidità.

La prima conseguenza del fatto che le banche centrali siano le sole a condurre i giochi è stata una **polarizzazione nella struttura della volatilità**. Le banche centrali sono riuscite non solo a comprimere i premi per il rischio, ma anche a stabilizzarne il movimento. La tecnica è stata da un lato l'acquisto di attivi, che ha spinto al ribasso i premi al rischio, dall'altro una guida prospettica rafforzata, che ha rassicurato gli investitori sul fatto che l'opzione put della banca centrale sarebbe sempre stata lì. Il risultato è un *patto faustiano* in cui gli investitori fanno affidamento sulla put con la banca centrale e scommettono che sul mercato splenda il sole tutto l'anno. Come mostra il grafico in basso, ciò ha significato più giorni di bassa volatilità durante l'anno. Tuttavia, una maggior fiducia nelle indicazioni della banca centrale ha portato anche ad un posizionamento più concentrato, aumentando la volatilità nei periodi di incertezza, quando tutti si precipitano verso l'uscita. Dall'introduzione del QE, la volatilità è rimasta sostanzialmente bassa per periodi di tempo più lunghi, ma è stata più alta durante i crolli di mercato.

Assets Privi di Rischio: Non più Portafogli per il Bilanciamento

2-Day rolling correlations – Intervalli 10 min.

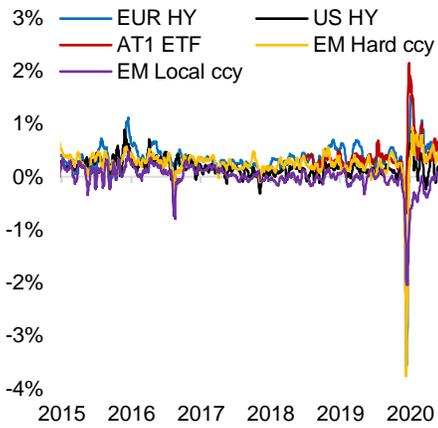


Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 16.09.2020 Azioni usate: SX5E, SX7E, SPX, EEM, FTSEMIB, UKX and BKX; Tassi usati: OE1, RX1, TY1; Crediti usati: Xover, CDX HY, Senior Fin and ME locali sovrani.

Un altro cambiamento fondamentale ha riguardato il modo in cui gli attivi si muovono tra loro. Il [Financial Times](#) si è recentemente chiesto se il tradizionale portafoglio obbligazionario/azionario 60/40 abbia ancora un futuro. In un normale mercato pre-QE, le attività prive di rischio sono tipicamente correlate in modo negativo a quelle rischiose: quando le azioni scendono a causa di cattive notizie, i titoli di stato salgono, e viceversa. Tuttavia, con solo le banche centrali a condurre i giochi, le scommesse degli investitori punteranno su acquisti di debito pubblico, obbligazioni societarie e azioni, facendo muovere questi attivi in un'unica direzione. Ciò significa che **le correlazioni sono diventate positive**, anche tra attività che di norma si dovrebbero muovere in direzioni diverse. Questo vale sia per i movimenti giornalieri che infragiornalieri, come mostrato nella nostra analisi a sinistra. Oggi, i rendimenti dei titoli di Stato compensano a stento il rischio d'inflazione e non forniscono neanche più la stessa protezione con il valore di mercato.

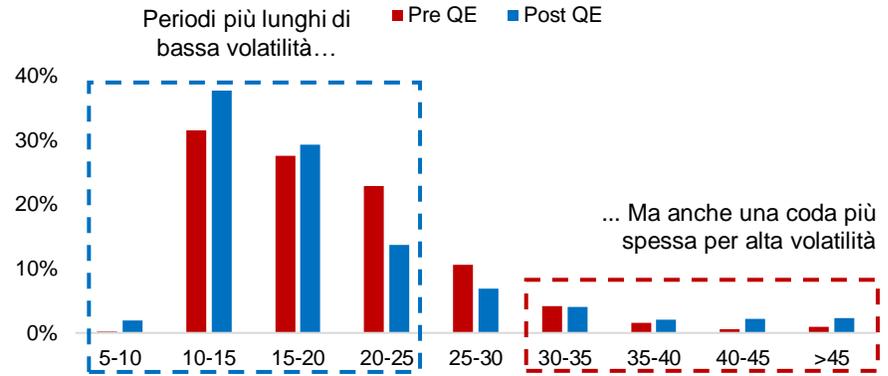
L'ultimo effetto è la **riduzione della liquidità**. Con gli investitori che, prevedendo le mosse delle banche centrali, acquistano o vendono tutte le attività, le strategie passive sono raddoppiate di dimensioni, raggiungendo la soglia record di 50% dei fondi azionari (dieci anni fa erano solo il 25%). Intanto, la regolamentazione bancaria ha continuato a limitare la capacità dei dealer di assumere rischio e assorbire le oscillazioni di mercato con le loro scorte, ora ridotte a una frazione delle dimensioni di un decennio fa. Il risultato è un rischio di liquidità con *coda spessa*, particolarmente evidente negli strumenti con passività liquide e attività illiquide, come gli ETF sulle obbligazioni societarie, come è emerso durante il movimento del primo trimestre, fino all'intervento della Federal Reserve.

Vendita di ETF nella Crisi del Covid-19
 Percentuale di Premio/Sconto del fondo vs NAV



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg
 Tickers: EMB US, JNK US, AT1 LN, IHYG LN, SEML IM.
 Dati al 02.09.2020

Volatilità Polarizzata: VIX Prima e Dopo il QE
 Percentuale di Giorni Dove il VIX Scende nel Range



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 17.09.2020

Portafogli Bilanciati contro Le Bolle

Con tassi reali sul debito pubblico negativi, volatilità e liquidità con code spesse e correlazioni positive tra attività rischiose e prive di rischio, gli investitori sono costretti a ripensare la costruzione di portafoglio.

La recente esperienza dei mercati che passano dall'euforia della banca centrale al panico fondamentale e viceversa ci ha insegnato alcune lezioni.

La prima è quella di **utilizzare una strategia bilanciata**. Un portafoglio completamente investito in BBB o BTP offre poco rendimento e nessuna opzionalità in caso di *selloff*. Al contrario, un portafoglio costruito come combinazione di liquidità e obbligazioni rischiose, con un profilo rialzo / ribasso più simmetrico, può mostrarsi più resistente alla volatilità e offrire maggior potenziale a parità di rendimento, come N. Taleb ha ampiamente discusso in [Antifragile: Prosperare nel Disordine](#). Negli ultimi anni, i portafogli bilanciati hanno sovraperformato quelli interamente investiti, come mostrato a sinistra su base statica, ossia escludendo la possibilità di incrementare il rischio sulle svendite.

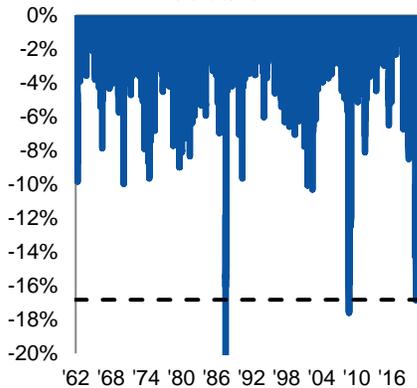
La seconda è quella di considerare la convessità. Obbligazioni governative e societarie con rendimenti ridotti rappresentano opzioni put a convessità molto negativa: il supporto della banca centrale probabilmente ci sarà, ma se così non fosse, gli investitori potrebbero perdere un multiplo di ciò che normalmente guadagnerebbero, come mostrato dal buffer di cancellazione, sulla sinistra. Il nostro portafoglio è costituito da asset in cui guadagni e perdite sono quantomeno simmetrici, indipendentemente dalle probabilità. Inoltre, privilegiamo asset con convessità a buon mercato e che gioca in nostro favore, come nel caso delle obbligazioni convertibili che, non manipolate direttamente dalle banche centrali, offrono profili rischio-rendimento molto interessanti.

Poiché le banche centrali si concentrano più direttamente sull'inflazione, curve maggiormente inclinate possono danneggiare contemporaneamente obbligazioni e azioni. È quanto è accaduto nell'estate del 2013 o all'inizio del 2018, quando la pressione sui rendimenti a lungo termine si è intensificata in un momento di debolezza economica. Il rischio è ancora più accentuato nel contesto attuale, dato il peso crescente dei titoli tecnologici, sensibili ai tassi, nei principali indici.

Il terzo punto è quello di **mantenere sempre più liquidità del necessario**. Con la volatilità polarizzata e l'elevato rischio di liquidità sui mercati obbligazionari, i prezzi potrebbero non riflettere sempre i fondamentali, e la vendita di attivi di alta qualità potrebbero verificarsi più frequentemente del previsto. A gennaio di quest'anno abbiamo spostato la metà del nostro portafoglio in liquidità, il che ci ha permesso di utilizzare il capitale e di acquistare titoli di debito *investment grade* a basso costo durante il *selloff*. In altre parole, un portafoglio sempre completamente investito sottovaluta il potenziale della liquidità in un contesto di mercati fragili e binari.

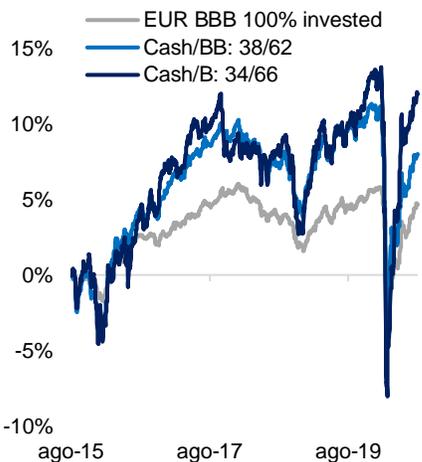
In futuro, crediamo che la costruzione di un portafoglio *anti-fragile* possa diventare ancora più importante. Una potenziale vittoria di Biden alle elezioni americane potrebbe segnare un passaggio dall'attenzione dell'amministrazione Trump per i tagli fiscali e la politica monetaria basata sugli assets - di cui ha beneficiato soprattutto il primo 10% degli americani - a uno stimolo fiscale più ampio. Con la recente revisione della sua [strategia](#), la Federal Reserve ha già cambiato marcia per portare le condizioni del mercato del lavoro in cima alla lista dei suoi obiettivi, guadagnando nel contempo flessibilità sull'inflazione. Se ulteriori politiche espansionistiche, sotto forma di continui stimoli fiscali, abbinati ad una politica monetaria accomodante, il *fixed income* tradizionale non è nient'altro che un rischio senza rendimento, come direbbe Bill Gross.

Drawdowns mensili per un portafoglio US 60/40



Fonte: Algebris (UK) Limited, Haver Analytics, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

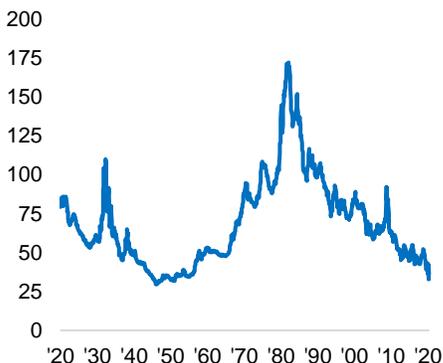
Portafoglio Totalmente Investito vs Portafogli Bilanciato



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 31.08.20

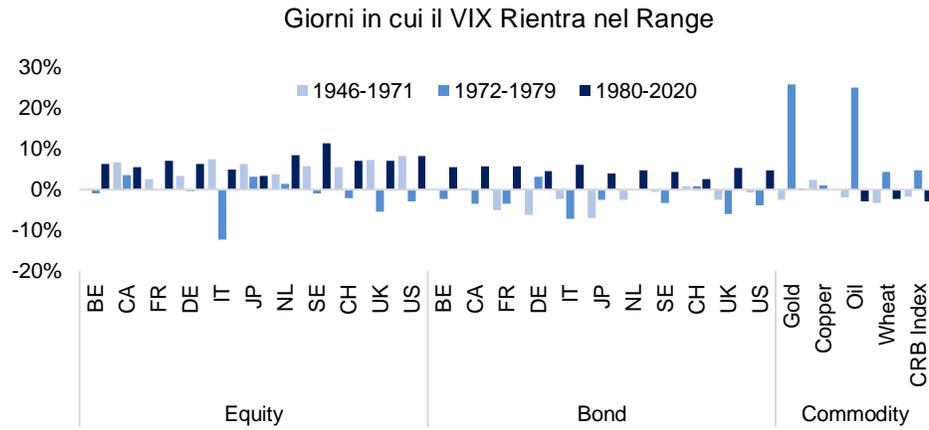
Wipeout Buffer

Movimento in basis point per cancellare 1 anno di riotni ottenuti detenendo Corporate US Baa



Fonte: Algebris (UK) Limited, FRED
Note: Assumendo una duration media di 10 anni

Rendimenti Reali Storici di Azioni, Obbligazioni e Materie Prime del G10

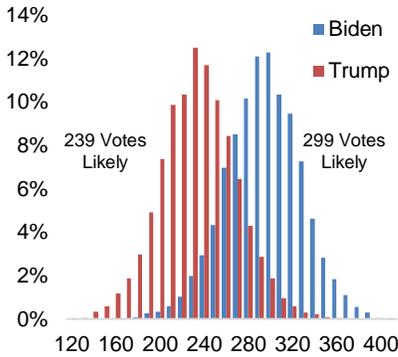


Fonti: Algebris (UK) Limited, DB Research, GFD
 Note: CRB Index – Commodity Research Bureau Index

Elezioni americane: Più Spesa e Repressione Finanziaria in Vista

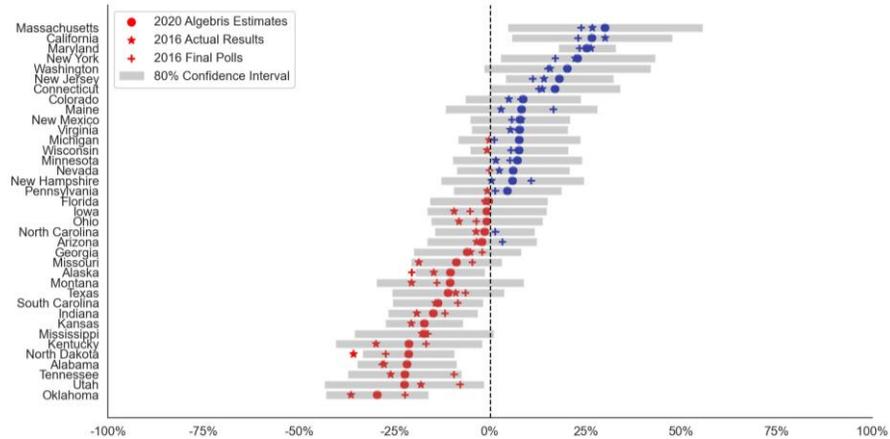
Pensiamo che Biden sia il favorito alle elezioni presidenziali di novembre: il nostro modello basato su sondaggi statali corretti suggerisce una probabilità dell'82% di ottenere oltre 270 voti elettorali. Anche se ci sono dubbi sull'affidabilità dei sondaggi dopo le elezioni del 2016, crediamo che Biden si trovi in una posizione più forte di Clinton nel 2016, con un vantaggio elettorale più consistente anche in Stati cruciali come Michigan, Pennsylvania e Wisconsin. Inoltre, facendo un approfondimento dei dati forniti dalla [Nationscape survey](#) che copre 319.000 elettori, è possibile notare che circa il 9% degli elettori di Trump nel 2016 sono probabilmente passati a Biden, mentre solo il 4% degli elettori di Clinton nel 2016 è passato a Trump.

Biden con probabilità di vittoria del 82%
Distribuzione della Probabilità dei Voti Elettorali*



Fonti: Algebris (UK) Limited, FiveThirtyEight, MIT Election Lab
*Stime al 17.09.2020 basate sulle simulazioni di Montecarlo. Vedi Appendice per la metodologia completa.

Stima del Margine Medio di Vittoria e Intervallo di Confidenza del 80% per Stato



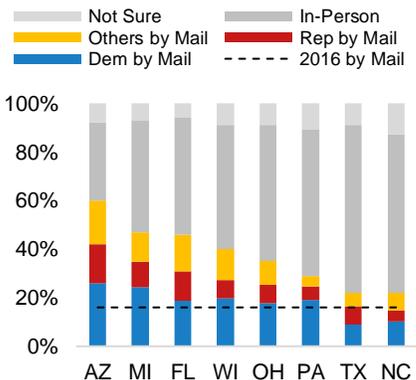
Fonti: Algebris (UK) Limited, FiveThirtyEight, MIT Election Lab. Stime al 17.09.2020

Una presidenza Biden porterà maggiori stimoli all'economia reale. Contrariamente alla convinzione generale che una vittoria di Biden significhi un immediato aumento delle tasse e un colpo agli asset rischiosi, ci aspettiamo una reazione negativa contenuta a breve termine e migliori prospettive sul lungo periodo. A nostro avviso, un governo democratico darà priorità all'espansione fiscale rispetto che fare marcia indietro sui tagli alle imposte societarie. In primo luogo, vediamo una minore probabilità di un golpe democratico. Il nostro modello per il Senato indica attualmente una probabilità del 35-45% che i Democratici abbiano più di 50 seggi, ben lontana dai 60 necessari per approvare una legislazione bipartisan per le modifiche fiscali controverse. In secondo luogo, le proposte economiche di Biden richiedono una maggiore spesa pubblica per istruzione, infrastrutture ed energie rinnovabili, che dovrebbero sostenere la creazione di posti di lavoro e aumentare la produttività a lungo termine. In terzo luogo, un'amministrazione Biden porterà probabilmente più certezza alla politica estera degli Stati Uniti e sarà più favorevole al commercio internazionale. Il rischio maggiore è un potenziale ritardo nel conteggio dei voti, dovuto alle votazioni per corrispondenza. Come si può vedere a sinistra, gran parte degli elettori negli stati più contesi è probabile che votino per corrispondenza e la maggior parte degli stessi è inclinata verso i Democratici. Tuttavia, recenti sondaggi di Citi e Goldman Sachs mostrano che gli investitori stanno valutando con un'elevata probabilità di un voto contestato, oltre il 10%, mentre valutano solo al 50% circa una vittoria di Biden.

Maggiori stimoli potrebbero far aumentare l'inflazione, spingendo i tassi reali ancora più in basso. Mentre la Federal Reserve potrebbe essere più indipendente sotto Biden, i tassi a breve termine rimarranno probabilmente vicini ai minimi storici. Pensiamo che questo sarà il caso, poiché la Federal Reserve sottolineerà la necessità non solo di ripristinare la bassa disoccupazione, ma anche che i guadagni di posti di lavoro siano "[broad-based and inclusive](#)". In parole povere, la Federal Reserve potrebbe tentare di utilizzare la politica monetaria per affrontare le disuguaglianze, anche a rischio di un aumento dell'inflazione. E ci aspettiamo che

Più Voti per Posta Potrebbero Ritardare i Risultati

% Votanti Intervistati per Metodo di Voto più Probabile a Scrutinio Segreto

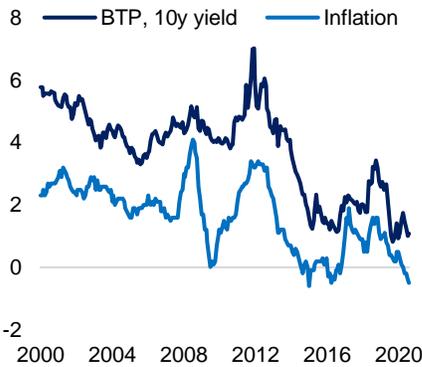


Fonti: Morgan Stanley Research August Battleground State Survey

l'inflazione sarà moderatamente più alta sotto Biden, di quanto non lo sia stata sotto Trump. I piani fiscali di Biden, a differenza dei tagli fiscali aziendali e personali di Trump, saranno redistributivi. La [proposta fiscale](#) di Biden prevede l'aumento delle imposte sulle società e sui redditi alti e maggiori indennità per chi compra la casa per la prima volta e per chi guadagna meno. In altre parole, la proposta di Biden probabilmente metterà più soldi nelle mani di chi ha un reddito più basso, che storicamente hanno avuto [una più alta propensione alla spesa](#).

Conclusioni: Strategie Anti-Bolle per Battere la Repressione Finanziaria

BTP vs Inflazione dal 2000



Fonti: Algebris (UK) Limited, ISTAT, Bloomberg
 Note: Per l'inflazione, utilizziamo la variazione anno per anno nell'indice mensile CPI. Frequenza mensile

Gli ultimi decenni sono stati una manna per gli investitori obbligazionari, con le banche centrali che hanno acquistato il debito pubblico e le imprese per aumentare la fiducia e i prezzi degli asset, ma non sono riuscite ad aumentare l'inflazione. La musica sta cambiando: le crescenti disuguaglianze e la crisi covid richiedono misure politiche più ampie a beneficio dell'economia reale, non solo dei proprietari degli asset.

Pensiamo che le prossime elezioni negli Stati Uniti possono segnare un passaggio dalla politica basata sul QE e defiscalizzazione a politiche di *helicopter money*: più stimoli fiscali per i privati, le piccole imprese e gli stati. A nostro avviso, la combinazione di stimoli dal basso verso l'alto e di una politica monetaria espansiva potrebbe spingere i tassi di inflazione più in alto, rispetto a quanto abbiano fatto tagli fiscali e QE basato sugli asset.

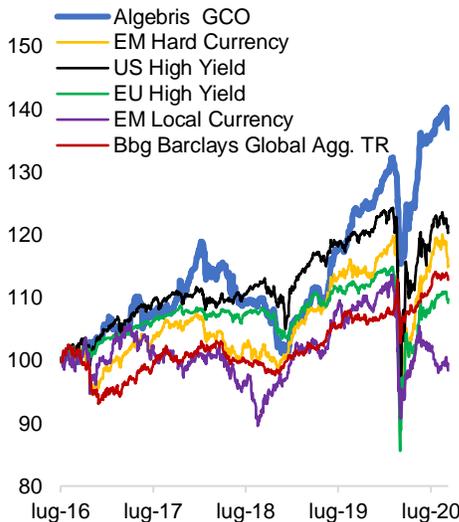
Con le curve dei rendimenti già compresse al di sotto dell'inflazione, gli investitori obbligazionari appaiono come [rane bollite](#): le tendenze deflazionistiche possono continuare nel breve termine, ma iniziano a crearsi pressioni politiche per mantenere la spesa e l'inflazione in crescita.

Inoltre, negli ultimi anni i mercati finanziari hanno visto crescere la fragilità. Il fenomeno dell'*investor herding* in strategie *long carry* a lungo termine e di volatilità a breve termine, incoraggiato dalla banca centrale, è prociclico. Il risultato è una situazione di volatilità con distribuzione binaria, dove per la maggior parte del tempo va tutto bene, ma quando qualcosa va storto la reazione è molto più accentuata e colpisce anche il valore degli asset di alta qualità. Inoltre, le correlazioni degli asset offrono sempre meno diversificazione.

Crediamo che un portafoglio dinamico con approccio *barbell*, con liquidità e una combinazione di credito, obbligazioni convertibili e materie prime offra agli investitori maggiori possibilità di battere il mercato e l'inflazione nei prossimi anni.

La strategia Algebris Global Credit Opportunities è posizionata in modo da beneficiare di un aumento degli stimoli fiscali e di una graduale normalizzazione dell'economia grazie a un vaccino e a test virali più rapidi. Le obbligazioni nei settori colpiti dal Covid possono offrire un sostanziale vantaggio e, in alcuni casi, possono beneficiare dell'aiuto del governo in uno scenario negativo. Allo stesso modo, riteniamo che il debito convertibile offra una convessità positiva a basso costo per una ripresa delle condizioni economiche. Evitiamo le attività che presentano una convessità negativa, come i BTP o il debito pubblico statunitense a lungo termine, che forniscono piccoli guadagni potenziali a fronte di grandi perdite in un'economia troppo fredda o

Analisi dei Ritorni Totali dalla Creazione del GCO
 19.07.2016 = 100



Fonte: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Dati al 25.09.2020
 Note: SLVBTBU ID - Algebris GCO; EMB US iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF (EM Hard ccy); 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 ccy); LEGATRUU Bloomberg Barclays Global Agg. Total Return



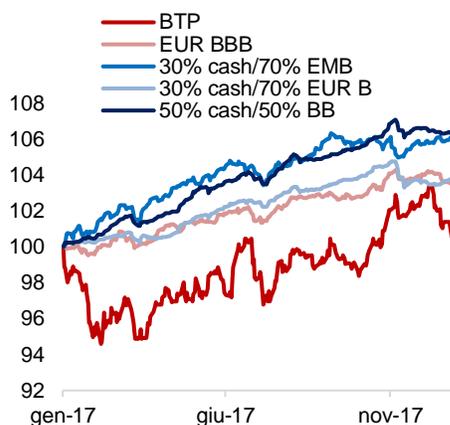
Il Silver Bullet è la newsletter di Algebris Investments' Global Credit Opportunities.

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

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.

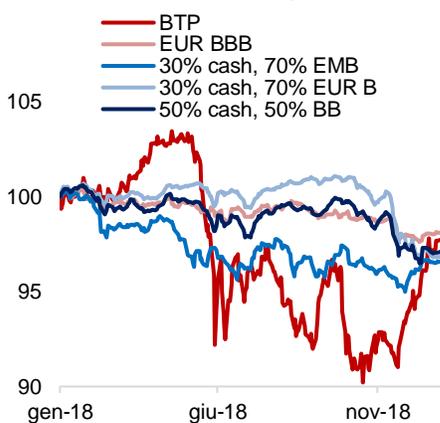
Appendice I. Confronto tra le Strategie Bilanciate e Portafogli Completamente Investiti

Portafogli 100% Investiti vs Bilanciati
2017 – Risk On, Tassi più Elevati



Fonti: Algebris (UK) Limited, ICE Data Services, LLC, BofA Securities, JP Morgan, Bloomberg
Note: ICE-BofAML sono gli indici di credito utilizzati per EUR credit, JPM EMBI prt ME sovrani. Nei portafogli barbell, la liquidità è stata mantenuta costante per la simulazione.

Portafogli 100% Investiti vs Bilanciati
2018 – Risk Off, Tassi più Elevati



Fonti: Algebris (UK) Limited, ICE Data Services, LLC, BofA Securities, JP Morgan, Bloomberg
Note: ICE-BofAML sono gli indici di credito utilizzati per EUR credit, JPM EMBI prt ME sovrani. Nei portafogli barbell, la liquidità è stata mantenuta costante per la simulazione.

Per valutare l'efficacia dei vari portafogli in tempi di pressione dei mercati, mettiamo a confronto due strategie completamente investite, una long BTP e un portafoglio lungo in Euro BBB, rispetto a tre alternative a rischio bilanciato con rendimento simile (30% cash & 70% EUR B, 30% cash & 70% EM sovrano, 50% cash & 50% EUR BB). Abbiamo stimato le performance delle strategie nel 2017 e nel 2018. Abbiamo selezionato questi due anni come anni esempio di un mercato *bull* e *bear*, rispettivamente.

La performance superiore, corretta per il rischio, di un portafoglio con approccio *barbell* è chiara rispetto a quella di un portafoglio solo BBB o solo BTP, come si vede nel grafico a sinistra. Nel 2017, i due bilanci più rischiosi (debito EM e EUR B) hanno generato rendimenti del 6% contro lo 0% dei BTP. Nel 2018 i portafogli più rischiosi hanno perso circa il 3,5% ciascuno, mentre i BTP hanno perso il 2,3%. Inoltre, la volatilità del portafoglio *barbell* è stata in linea con quella del portafoglio BBB: un portafoglio di 50-50 cash-BBB ha fornito lo stesso *drowdown* di una strategia BBB interamente investita, con una volatilità superiore di solo 1 punto percentuale. Le misure di rischio peggiorano materialmente se si considerano le allocazioni non diversificate, come un portafoglio *long-only* in BTP.

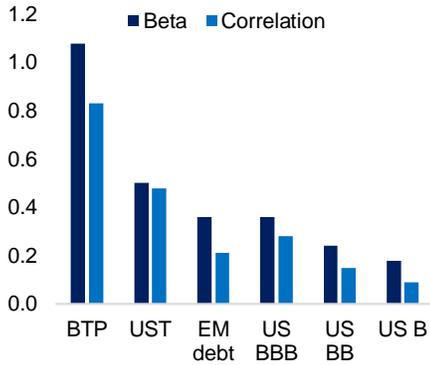
Infine, dobbiamo notare che le simulazioni di cui sopra sono state tutte eseguite in versione passiva. Infatti, la liquidità ha un valore opportunità che consente di incrementare il rischio in momenti di discesa dei prezzi. La piccola differenza di rendimento tra i portafogli di BTP completamente investiti, BBB e i portafogli *barbell* suggeriscono una nicchia per la gestione attiva per aggiungere valore. Un alpha del 2% sarebbe sufficiente a battere i BTP nel 2018. Considerando uno spostamento di liquidità del 10% in strumenti di rischio dopo un *pullback* del 5% potrebbe valere 50 bp, il valore opportunità della liquidità rende facile comprendere come i portafogli bilanciati siano superiori a portafogli passivi totalmente investiti.

Oltre a offrire una minore opzionalità rispetto ai *barbell*, le strategie completamente investite in obbligazioni a "basso rischio" sono anche esposte ad un maggiore rischio di *duration*. Questo ha funzionato bene negli ultimi decenni, ma potrebbe non funzionare più in futuro, come discusso in precedenza.

Un portafoglio completamente investito in attività più sicure, tripla B o doppia B, avrà una maggiore sensibilità all'aumento dell'inflazione rispetto a un portafoglio *barbell* composto da liquidità e debito singola B più rischioso, nonostante un rendimento simile. I primi sono meccanicamente meno protetti dall'inflazione nonostante una maggiore sensibilità a tale rischio. Il beta storico dei BTP a 10 anni all'inflazione, ad esempio, è di 1,1 contro 0,X per il credito ad alto rendimento. Sulla base dei beta storici, un aumento dell'1% dell'inflazione globale su un periodo di dodici mesi potrebbe portare a una perdita nominale dell'8% nei BTP, a fronte di una perdita del 2% nel portafoglio *cash-HY barbell*. La perdita diventa ancora più grave se si considerano i BTP, o il credito investment grade, oggi i rendimenti sono ancora meno elevati.

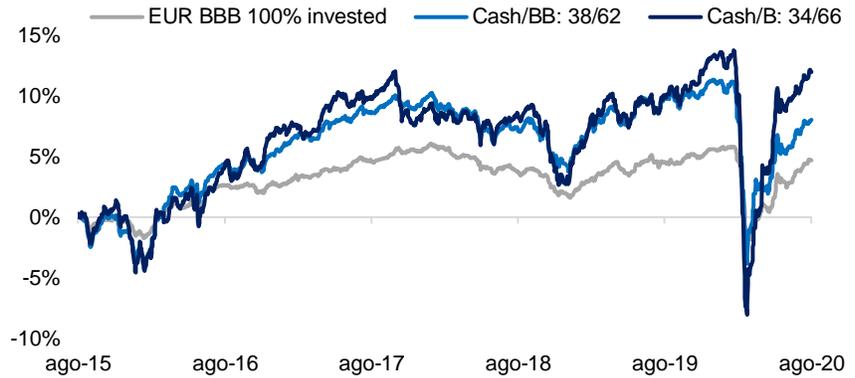
In sintesi, mentre i portafogli interamente investiti in titoli di debito con rating più elevato offrono una sicurezza apparente, essi espongono gli investitori ad una convessità negativa e ad una mancanza di opzionalità nel caso di cali dei prezzi. La grande maggioranza dei crediti BB a livello globale offre ora un rendimento del 4-4,5% e lascia gli investitori esposti al beta di mercato. Altre classi di attività, come il debito convertibile o il debito ad alto rendimento a prezzo di sconto, offrono cedole elevate.

Sensibilità all'Inflazione per Asset Class



Fonti: Algebris (UK) Limited, ISTAT, US BLS, Bloomberg
 Note: Beta del rendimento come misura dell'inflazione. L'inflazione in Italia è utilizzata per il BTP, l'inflazione negli Stati Uniti per il resto. Utilizziamo le variazioni anno per anno nei rispettivi panieri CPI. Regressioni e correlazioni utilizzano dati mensili dal gennaio 2000.

Portafogli Totalmente Investiti vs Bilanciati



Fonti: Algebris (UK) Limited, Bloomberg. Data as of 31.08.2020

Appendice II. Modello per le Elezioni negli Stati Uniti

Previsioni del modello elettorale del Senato

Il 3 novembre saranno contesi 35 posti. Il resto dei seggi non contestati comprende 33 Democratici, 30 Repubblicani e 2 Indipendenti.

	State	Dem	Rep	Incumbent	2020E	Confidence
1	Alabama	Doug Jones	Tommy Tuberville	Dem	Rep	96%
2	Alaska	Al Gross	Dan Sullivan	Rep	Rep	76%
3	Arizona	Mark Kelly	Martha McSally	Rep	Dem	92%
4	Arkansas	Ricky Harrington Jr.	Tom Cotton	Rep	Rep	100%
5	Colorado	John Hickenlooper	Cory Gardner	Rep	Dem	94%
6	Delaware	Chris Coons	Jessica Scarane	Dem	Dem	100%
7	Georgia_1	Jon Ossoff	David Perdue	Rep	Tossup	64% Rep
8	Georgia_2	Raphael Warnock	Kelly Loeffler	Rep	Rep	71%
9	Idaho	Paulette Jordan	Jim Risch	Rep	Rep	100%
10	Illinois	Dick Durbin	Mark Curran	Dem	Dem	100%
11	Iowa	Theresa Greenfield	Joni Ernst	Rep	Tossup	62% Rep
12	Kansas	Barbara Bollier	Roger Marshall	Rep	Tossup	54% Rep
13	Kentucky	Amy McGrath	Mitch McConnell	Rep	Rep	95%
14	Louisiana		Bill Cassidy	Rep	Rep	100%
15	Maine	Sara Gideon	Susan Collins	Rep	Dem	88%
16	Massachusetts	Ed Markey	Kevin O'Connor	Dem	Dem	100%
17	Michigan	Gary Peters	John James	Dem	Dem	82%
18	Minnesota	Tina Smith	Jason Lewis	Dem	Dem	98%
19	Mississippi	Mike Espy	Cindy Hyde-Smith	Rep	Rep	94%
20	Montana	Steve Bullock	Steve Daines	Rep	Rep	73%
21	Nebraska	Chris Janicek	Ben Sasse	Rep	Rep	100%
22	New Hampshire	Jeanne Shaheen	Bryant Corky	Dem	Dem	100%
23	New Jersey	Cory Booker	Rik Mehta	Dem	Dem	100%
24	New Mexico	Ben Ray Lujan	Mark Ronchetti	Dem	Dem	100%
25	North Carolina	Cal Cunningham	Thom Tillis	Rep	Dem	71%
26	Oklahoma	Abby Broyles	Jim Inhofe	Rep	Rep	100%
27	Oregon	Jeff Merkley	Jo Rae Perkins	Dem	Dem	100%
28	Rhode Island	Jack Reed	Allen Waters	Dem	Dem	100%
29	South Carolina	Jaime Harrison	Lindsey Graham	Rep	Tossup	64% Rep
30	South Dakota	Daniel Ahlers	Mike Rounds	Rep	Rep	100%
31	Tennessee	Marquita Bradshaw	Bill Hagerty	Rep	Rep	99%
32	Texas	MJ Hegar	John Cornyn	Rep	Rep	84%
33	Virginia	Mark Warner	Daniel Gade	Dem	Dem	100%
34	West Virginia	Paula Jean	Shelley Moore	Rep	Rep	100%
35	Wyoming	Merav Ben-David	Cynthia Lummis	Rep	Rep	100%

Fonti: Algebris (UK) Limited, FiveThirtyEight, MIT Election Lab
Stime al 17.09.2020

Metodologia del modello elettorale statunitense

Elezioni presidenziali: Per ogni stato, sono state eseguite 10.000 simulazioni per calcolare i potenziali risultati elettorali, supponendo che la % di voto di ogni candidato segua una distribuzione normale.

La media della distribuzione è stata calcolata prendendo la media degli ultimi cinque sondaggi statali (inclusi solo i sondaggi condotti nel 2020), rettificata per le regole storiche di lean e mail-in dello Stato. La deviazione standard è stata calcolata come 3x deviazione standard di tutti i sondaggi del 2020 per quello stato. Gli elettori indecisi sono stati assegnati a caso ad entrambi i candidati.

Per gli aggiustamenti storici della magrezza dei partiti di stato, la media del *lead/lag* dei Democratici sui Repubblicani in ogni stato è stata compilata per le elezioni del 2008, 2012 e 2016. Le medie delle ultime tre elezioni sono state nuovamente calcolate con gli ultimi sondaggi per regolare i mezzi statali utilizzati nelle simulazioni.

Gli Stati con regole postali più difficili sono stati ritenuti più vantaggiosi per Trump. Per gli Stati in cui tutti possono votare per posta, ma non vengono inviate automaticamente agli elettori né le schede elettorali né le richieste di voto per posta, è stato aggiunto 1 punto percentuale alle ultime valutazioni di Trump e 1 punto percentuale è stato detratto da quelle di Biden. Per gli stati in cui le persone possono votare per posta solo se hanno una scusa valida (Covid non conta), 2pp è stato aggiunto/detratto.

Elezioni del Senato: La metodologia è simile a quella delle elezioni presidenziali, utilizzando come parametri modello le ultime medie dei sondaggi del Senato e le deviazioni standard.

Fonti:

The source for all images is [Wikimedia Commons](#) unless indicated otherwise.

Ulteriori Approfondimenti:

Financial Times, [Bidenomics: sharp shift to left touts workers over wealth](#), 28 September 2020

The Economist, [What to do about zombie firms](#), 26 September 2020

Financial Times, [Investors wonder if the 60/40 portfolio has a future](#), 22 September 2020

The Federal Reserve, [The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Framework: A Roadmap](#), 27 August 2020

CRFB, [Understanding Joe Biden's 2020 Tax Plan](#), 30 July 2020

Brunel University London, [The Marginal Propensity to Consume for Different Socio-economic Groups](#), October 2019

Of Dollars And Data, [Even God Couldn't Beat Dollar-Cost Averaging](#), 5 February 2019

Jonathan Tepper, [The Myth of Capitalism: Monopolies and Death of Competition](#), 20 November 2018

BIS Working Papers, [Monetary policy, the financial cycle and ultralow interest rates](#), July 2016

IMF, [The Asset Management Industry And Financial Stability](#), April 2015

Edizioni Precedenti:

[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 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. E' esclusivamente per circolazione privata. L'informazione contenuta in questo documento è strettamente riservata ed è ad uso esclusivo della persona destinataria di tale documento. L'informazione ivi contenuta non può essere riprodotta, distribuita o pubblicata da alcun soggetto destinatario per alcuno 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 ed opinioni contenute in questo documento sono a solo titolo illustrativo, non si prefiggono di essere esaustive o complete e non rappresentano consulenza. Algebris (UK) Limited non sta con la presente organizzando o concordando l'organizzazione di alcuna transazione in qualsivoglia investimento o altresì attuando alcuna attività che richieda autorizzazione secondo il Financial Services and Markets Act 2000. Questo documento non rappresenta o fa parte di alcuna offerta ad emettere o vendere, o alcuna sollecitazione di un'offerta a sottoscrivere o acquistare qualunque investimento né esso, o il fatto della sua distribuzione, costituiscono pertanto la base per, o debbono essere invocati in connessione ad alcun contratto.

Nessuna dipendenza può essere riposta per alcuno scopo sull'informazione e le opinioni contenute in questo documento o la loro accuratezza e completezza. Nessuna rappresentazione, garanzia o impegno, espresso o implicito, è dato sull'accuratezza o completezza delle informazioni o opinioni contenute in questo documento da Algebris (UK) Limited, i suoi membri, impiegati o affiliate e nessuna responsabilità è accettata da queste persone per l'accuratezza o completezza di alcuna di queste informazioni o opinioni.

Questo documento è stato trasmesso da Algebris (UK) Limited solo alle persone nei confronti delle quali possa legalmente essere emesso in base al Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, che comprende le persone che sono autorizzate dal Financial Services and Markets Act 2000 del Regno Unito (l' "Atto"), alcune persone che hanno esperienza professionale in questioni legate ad investimenti, società di patrimoni, associazioni e partnership di patrimoni, fiduciari di società fiduciarie di patrimoni e persone qualificate come investitori sofisticati certificate. Questo documento è esente dal divieto della Sezione 21 dell'Atto sulla comunicazione da parte di persone non autorizzate in base all'Atto di inviti o incoraggiamenti ad intraprendere un'attività d'investimento sulla base che è stato emesso solo per questo tipo di interlocutori. Il presente documento ha scopo promozionale.

La distribuzione di questo documento in alcune giurisdizioni può essere limitata. L'informazione di cui sopra è a puro titolo indicativo ed è responsabilità della persona o delle persone in possesso di questo documenti di informarsi e di osservare tutte le leggi e regolamenti applicabili in ogni giurisdizione rilevante.

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