



## Verso il Paranormale

Quanti modi diversi esistono per dire: "Questa volta è diverso"? La si può chiamare "a-normalità", "sub-normalità", "para-normalità" e, ovviamente, anche "nuova normalità". L'espressione rivelatrice coniata da Mohamed El-Erian diversi anni or sono è ormai entrata nel lessico, ma adesso ha un sapore quasi antiquato, poiché rispecchia più la calma apparente del 2011 che la possibile tempesta perfetta del 2012. La Nuova Normalità, come intesa da PIMCO e da altri economisti, descriveva un mondo occidentale nel quale la crescita era stata silenziata, la disoccupazione era elevata e il deleveraging procedeva in maniera relativamente ordinata. Ora sembra che il nostro mondo vada incontro a una serie di eventi straordinari assai più numerosi che in passato, tanto da sembrar preludere a una condizione "bimodale", cioè oscillante tra due condizioni estreme opposte, come se la Terra avesse captato una seconda luna e che ora entrambe i suoi satelliti stessero aumentando patologicamente di volume, con grave rischio per le maree finanziarie e per la vita economica nelle forme che abbiamo conosciuto nell'ultimo mezzo secolo. Benvenuti nel 2012.

### Vecchia e nuova normalità

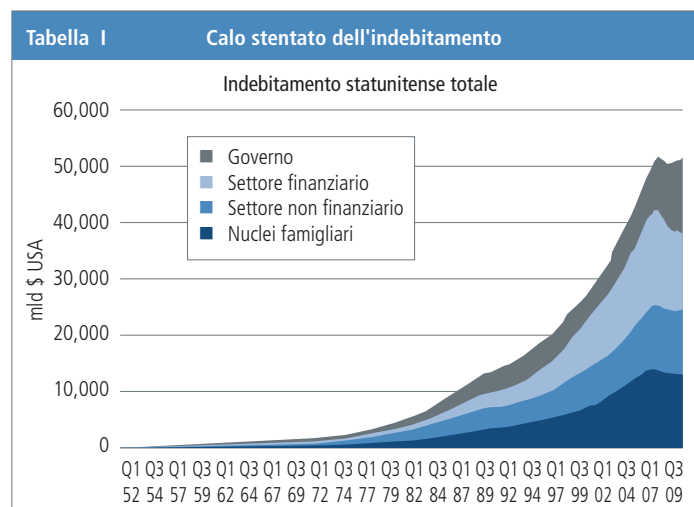
Prima di inaugurare il nuovo anno all'insegna di oscuri presagi, mi sia perlomeno concesso di descrivere ciò che i mercati finanziari hanno iniziato a chiamare "vecchia normalità" e che, in realtà, ebbe inizio ai primi del Novecento con l'istituzione delle riserve frazionarie, ma giunse a piena maturazione solo nel 1971, quando gli Stati Uniti e il mondo intero rinunciarono al credito garantito dalle riserve auree per basarlo sul debito. Per alcuni, si trattava semplicemente di un sistema monetario ancorato al dollaro anziché all'oro; in realtà, si era in presenza di un semplice sistema creditizio in

valuta americana, la quale, a differenza del metallo prezioso, non si connotava né per scarsità, né per pregio, cosicché il nuovo sistema creditizio non era ancorato o garantito da nulla, neppure dal dollaro. Dal 1971 in poi, tutte le economie sviluppate hanno imparato come sfruttare il credito e l'espansione del debito per creare crescita e prosperità. Praticamente tutte le economie sviluppate e alcune fra quelle emergenti, sono diventate dipendenti dal credito, come surrogato di investimenti in realtà tangibili, quali stabilimenti produttivi, beni strumentali e manodopera con un'adeguata formazione. Esse hanno prodotto carta, non cose, pare, causando un degrado generalizzato. I tassi d'interesse sono stati abbassati e gli attivi cartolarizzati fin dove si è potuto e, a seguito del caso Lehman nel 2008, i mercati si sono limitati a sostituire i titoli sovrani al credito privato finché, anche lì, si è capito di essere arrivati al limite. Ora siamo rimasti con rendimenti prossimi allo zero e creditori che non si fidano più di nessuno, se non di una rosa selezionatissima di paesi. I mercati finanziari stanno lentamente implodendo (a causa del deleveraging), perché c'è troppa carta e troppa poca fiducia. Addio, quindi, "vecchia normalità", mentre attendiamo di ridefinire la "nuova normalità" e ci apprestiamo a dare il benvenuto ad un 2012 "paranormale".

### Un 2012 paranormale

Se il processo di deleveraging è da sempre un elemento ricorrente nella tesi secolare di PIMCO, l'"implosione" e le "fat tail bimodali" sono concetti nuovissimi, davvero nel segno del 2012. Forse una prima osservazione di rigore è che i paesi più sviluppati non hanno proceduto a una riduzione del debito dal 2008 a oggi. Certe realtà di questi paesi, sì: le famiglie americane e dell'Eurolandia e i paesi della periferia sud dell'Europa. Ma la situazione del credito

nel suo complesso resta resiliente o perlomeno statica, in ragione dei molteplici "allentamenti quantitativi", i famosi quantitative easing (QE), negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone. Sembra adesso che si stia preparando un vero e proprio tsunami di QE nell'area euro, malamente mascherati da LTRO (operazioni di rifinanziamento triennali), i quali, in effetti, serviranno alle banche per sostenere le emissioni di obbligazioni sovrane. Sorprendentemente, le banche italiane stanno emettendo titoli garantiti dallo Stato per ottenere fondi dalla Banca Centrale Europea (BCE) da reinvestire in buoni italiani; il che, da qualunque punto di vista, equivale a un QE, se non addirittura a una frode alla Ponzi!



Fonte: Bianco Research

Le economie mondiali, quindi, e i rispettivi mercati del credito, anziché ridurre la leva e contrarsi, sono in lieve espansione. Ma in questo inizio di 2012 si prospetta un rischio di fat tail, o coda pesante, bimodale, che risultava invece apparentemente invisibile nel 2008. Certo, la coda spessa di destra dell'espansione economica e dell'innalzamento potenziale dell'inflazione esiste per le duration superiori ai tre anni. QE e LTRO da 500 miliardi di

---

euro possono sortire di questi effetti. All'altro estremo, però, ci sono una potenziale "implosione" e un reale delevering. Nella misura in cui **la gran parte del debito sovrano è ora percepito come soggetto a rischio di credito, oltre al rischio di tasso di interesse, è la sua acquisizione nei mercati privati che non può essere assicurata.** Se sono solo le banche italiane ad acquistare i bond italiani, allora i rendimenti dei titoli italiani vengono sostenuti artificialmente, anche al 7%. Stando così le cose, i mercati obbligazionari privati e le banche non periferiche in particolare potrebbero rifiutare di giocare secondo le regole stabilite nel 1971, acquistando il debito dello Stato e girando pronti contro termine i titoli alle rispettive banche centrali per poi usare il ricavato al fine di sostenere l'espansione economica privata. Al contrario, per timore di default sovrani, i finanziamenti overnight o a termine iniziano ad accumularsi nelle casseforti sicure della BCE, della Bank of England (BOE) e della Federal Reserve. Il rischio di credito sovrano reintroduce i timori di trappole della liquidità e di tentativi di rivitalizzazione inefficaci, che sembravano morti e sepolti dopo la Grande Depressione degli anni '30.

Ma il deleveraging deve affrontare un nuovo spettro. **Non è solo il default del credito a erodere, silenziosamente ma implacabilmente, quattro decenni di espansione del settore a livello globale, ma sono anche i tassi di interessi vicini allo zero.** E' un dato di fatto storico che gli istituti centrali si siano adagiati su di un modello concettuale secondo il quale rendimenti sempre più risicati dovrebbero stimolare la domanda aggregata e, nel caso dei mercati finanziari, incoraggiare l'acquisto di attivi su tutto lo spettro del rischio da parte di investitori che cercano di mantenere alti i rendimenti. E' vero che i tassi prossimi allo

zero e la serie di "quantitative easing" sono riusciti temporaneamente a mantenere a galla i mercati e l'economia reale negli Stati Uniti, in Europa e persino in Giappone. Ora che tali tassi producono rendimenti pari a zero o quasi e i QE sono giunti al limite delle possibilità politiche in quasi tutte le economie sviluppate, è opportuno non solo interrogarsi sull'efficacia dei modelli storici, ma anche considerare l'eventualità che, in maniera controintuitiva, essi possano risultare dannosi per la salute dell'economia.

E' importante sottolineare come, nel caso attuale, non si tratti di misure di rivitalizzazione inefficaci o di trappole della liquidità, concetti che dipendono entrambe significativamente dalla percezione di un rischio aumentato sui mercati del credito, che, a sua volta, riduce l'incentivo dei creditori a espandere quest'ultimo. I tassi a zero fanno ben altro: a prescindere dalla qualità del credito, non si creano del tutto incentivi alla sua espansione. Ai tempi della Depressione, Will Rogers aveva ammesso candidamente di essere preoccupato non tanto del ritorno sul suo denaro quanto del ritorno del suo denaro. Ma da una prospettiva sistemica, quando il ritorno sul denaro rasenta lo zero in termini nominali ed è, in sostanza, negativo in termini reali, anche il normale funzionamento del meccanismo rischia di incepparsi, facendo di noi tutti i novelli Will Rogers.

Un buon esempio potrebbe essere un rovesciamento del modello di business alla base dei fondi monetari, che i costi operativi rendono puntualmente non remunerativo. Allorché quindi si verifica una flessione degli attivi del mercato monetario, si ridimensiona anche la leva nell'intero sistema, benché i clienti girino le proprie consistenze alle banche, che a loro volta reinvestono i ricavi in riserve Fed, anziché in commercial paper del mercato privato. Inoltre,

---

essendo i tassi prossimi allo zero, le banche non spingono più sui depositi, data la difficoltà di farli fruttare tramite gli impieghi. Infatti, un conto è attirare depositi che possono essere reinvestiti a rischio zero allo spread del term premium, come nel caso dei Treasuries a due, tre, persino cinque anni. Ma quando i Treasuries con scadenze brevi offrono soltanto un rendimento compreso fra 20 e 90 punti base, la costosa infrastruttura di una banca grava sul profitto potenziale, abbassandolo. Non è un caso che nel settore bancario si assista a decine di migliaia di licenziamenti e a una retromarcia generalizzata sulle iniziative di incremento del numero di filiali.

Se si considera il basso livello dei tassi passivi, è un paradosso che sembra prima di tutto illogico. Se una banca può accedere prestiti a tassi vicini allo 0%, in teoria dovrebbe riuscire a generare utili per definizione. Tuttavia, in questo contesto, ciò che conta in particolare è la curva sostanzialmente piatta dei rendimenti e l'effetto che essa esercita sull'erogazione dei prestiti su tutti i mercati del credito. Il capitalismo non funzionerebbe correttamente, se i Fed funds e i Treasuries trentennali avessero sempre garantito il medesimo rendimento. Lo stesso dicasi per i commercial papers e i corporates trentennali. Ma, in realtà, non sono soltanto gli aspetti legati ai livelli eccessivi di indebitamento, ai casi di insolvenza e alla trappola della liquidità a indebolire la crescita finanziaria ed economica, in quanto i veri "colpevoli" sono da ricercarsi nei rendimenti nominali attorno a quota zero, nelle scarse prospettive di un loro rialzo per un "periodo prolungato di tempo" e nel conseguente appiattimento delle curve dei rendimenti.

**E' decisiva anche la traiettoria relativamente piatta dei loro segmenti iniziali a tassi d'interesse prossimi**

**allo zero. Se fossero stabili attorno al 5% come nel 2007, le banche e gli investitori potrebbero estendere le scadenze con la prospettiva di intascare le plusvalenze, ma ora non è più possibile con tassi non superiori all'1%. La leva è vincolata.**

Concettualmente, quando il sistema finanziario non trova più sbocchi per il credito generato, attua il deleveraging. Questo fenomeno deve essere considerato dal punto di vista sia del rendimento che del rischio di credito. Quando i rendimenti e il credito sono entrambi a rischio, si crea un mix potenzialmente tossico, come dimostrato dal recente caso di MF Global e dal comportamento dei correntisti in alcune economie traballanti d'Europa. Se un investitore detiene liquidità presso una banca di investimenti o un broker in un deposito, che non solo sembra a rischio, ma che per giunta non frutta alcunché, perché non dovrebbe sbarazzarsene? E' probabile che quello stesso investitore si senta più al sicuro con un biglietto da 100 dollari nel materasso di casa che sul conto presso il broker, in barba alla Securities Investor Protection Corporation. In questo quadro, viene ad innescarsi un deleveraging dell'intero sistema, anziché l'estensione del credito, che è storicamente necessaria in un'economia in espansione.

Sarà questa nuova dualità **"rischio di credito-rischio di tasso d'interesse a quota zero"** a connotare i mercati finanziari nel 2012, aprendo le porte al possibile verificarsi di una coda spessa di sinistra con un deleveraging imprevisto o di una coda spessa di destra con un'espansione inflazionistica favorita dalle banche centrali. Ritengo che la riunione della Fed di gennaio replicherà in un certo senso quanto già previsto dalla BCE che non si tradurrà in un finanziamento triennale

---

erogato dalla banca centrale, ma in assicurazioni, lasciando intendere che il costo del denaro rimarrà costante a 25 punti base per tre anni o più, fintanto che l'inflazione e la disoccupazione non avranno raggiunto determinati livelli target. In altri termini, direi un QE con un nome diverso. Se e quando tale provvedimento non dovesse funzionare, potrebbe essere annunciato uno specifico QE3, probabilmente a metà anno, con una conseguente accelerazione nell'adozione di misure reflazionistiche. Ma le conseguenze del delevering della coda sinistra o dell'inflazione della coda destra sono incerte. Entrambe sono comunque *fat tails*.

### **Impatto sugli investimenti**

La questione fondamentale è senza dubbio comprendere se avranno successo gli sforzi messi in atto dalla BCE, dalla BOE e dalla Fed. Riusciranno a rinvigorire gli spiriti animali, malgrado il rischio di "credito" e di "tassi a quota zero"? Si vedrà. Nel frattempo gli investitori dovrebbero provvedere a cautelarsi in attesa che le prospettive future appaiano più chiare.

### **Mercati obbligazionari:**

(1) Le duration e le scadenze medie dovrebbero essere ai massimi consentiti. La reflazione potrebbe andare a buon fine, ma soltanto grazie ai tassi bassi mantenuti dalla Fed e da altre banche centrali per un "periodo prolungato di tempo". La repressione finanziaria dipende da rendimenti reali negativi e fintanto che l'inflazione non aumenterà per alcuni anni consecutivi, le banche centrali si "ibereranno" attorno a quota zero.

- (2) Il grosso degli investimenti in obbligazioni sovrane dovrebbe essere orientato verso gli Stati Uniti, fintanto che sussisterà il rischio di un'implosione del credito nell'Eurozona. Infatti, gli investitori dovrebbero prediligere paesi sovrani con i "panni sporchi più puliti" e i bilanci meno sotto pressione. Resta il fatto che qualsiasi scadenza al di sotto dei cinque anni è destinata a rendere relativamente poco con un rolldown minimo. Si può puntare sulle scadenze dei Treasuries a 5-9 anni per tutelarsi dall'inflazione per cogliere opportunità di plusvalenze tramite il rolldown.
- (3) Si dovrebbero detenere le scadenze lunghe dei Treasuries sotto forma di TIPS. Se l'inflazione è realmente destinata ad aumentare, gli investitori vorranno attivi che li tutelino da questo punto di vista.
- (4) Gli acquisiti di crediti corporate dovrebbero orientarsi verso titoli A e AA con rating elevato. Si dovrebbero anche prediligere titoli di debito del settore finanziario/bancario senior, anziché subordinati. Tagli all'orizzonte?
- (5) I titoli municipali statunitensi costituiscono un'opportunità dal punto di vista del valore. I loro rendimenti del 5-6% si stanno avvicinando ai massimi storici rispetto ai Treasuries. Tuttavia, si faccia attenzione ai rischi, non solo di volatilità, ma anche occasionalmente di default. Non intendo imitare Meredith Whitney, ma affermare semplicemente che a questo mondo si ottiene quello per cui si è pagato e che nessuno regala niente. Siate selettivi e guardatevi da stati o città con problemi a livello di pensioni e di fondi.

---

(6) Continuate a stare alla larga da titoli dei paesi periferici dell'Unione Europea, che funzionano come le piante carnivore. Ad esempio le obbligazioni italiane al 7% possono sembrare appetibili, ma potrebbero riservare brutti scherzi con ulteriori defaults a livello di prezzi nel 2012.

#### **Azioni e Commodities:**

(1) Le azioni rendono più delle obbligazioni e tendenzialmente ottengono rendimenti migliori in qualsiasi circostanza, tranne in caso di una coda spessa di sinistra caratterizzata da un delevering, che in realtà è quanto ci preoccupa. Gli investimenti in azioni dovrebbero quindi prediligere aziende ad alto rendimento in settori con flussi di cassa relativamente stabili: in cima alla vostra lista della spesa dovrebbero comparire le utilities elettriche (sì, sembrano oggetto di un eccesso di acquisti), le grandi aziende farmaceutiche e le grandi multinazionali.

(2) Le commodities potrebbero procedere in entrambe le direzioni a seconda delle code, ma la scarsità e le considerazioni di carattere geopolitico (Iran) dovrebbero favorire un andamento positivo. L'oro a 1550 dollari sembra costoso, ma può potenzialmente registrare un ulteriore apprezzamento in caso di altri QE.

#### **Valute:**

(1) Il dollaro la farà da padrone in presenza di un delevering sulla coda sinistra, mentre sarà poco remunerativo in caso di un'espansione reflazionistica globale sulla coda destra.

#### **Riepilogo**

Nel 2012, di fronte a mercati con tassi d'interesse a quota zero in fase di delevering, gli investitori devono ridimensionare le proprie aspettative di rendimento. Per azioni, obbligazioni e commodities si prevedono rendimenti a lungo termine del 2-5% sui mercati finanziari globali che sono stati sospinti verso quota zero, ossia in una situazione in cui l'incremento delle quotazioni sfiorerà cifre matematicamente improbabili. Ritirate le vostre aspettative e preparatevi a risultati di segno duplice. "Questa volta è diverso" e continuerà ad esserlo ancora per qualche anno. La Nuova Normalità è "sub-", "a-", "para-" e chissà cos'altro ancora. I mercati finanziari e le economie globali stanno correndo grandi rischi.

William H. Gross  
Managing Director



---

**Londra**

PIMCO Europe Ltd  
(Iscritta al Registro delle Imprese  
in Inghilterra e Galles al n. 2604517).  
Sede legale  
Nations House  
103 Wigmore Street  
Londra W1U 1QS, Inghilterra  
+44 20 7872 1300

---

**Amsterdam**

PIMCO Europe Ltd Amsterdam Branch  
(Iscritta al Registro delle Imprese  
dei Paesi Bassi al n. 24319743).  
Sede legale  
Schiphol Boulevard 315, Tower A6  
1118 BJ Luchthaven Schiphol, Paesi Bassi  
+31 20 655 4710

---

**Milano**

PIMCO Europe Ltd - Milano branch  
(Iscritta al Registro delle Imprese  
in Italia al n. 07533910969)  
Sede legale  
Largo Richini 6  
20122 Milano, Italia  
+39 02 58215 651

---

**Monaco di Baviera**

PIMCO Europe Ltd Munich Branch  
(Iscritta al Registro delle Imprese in  
Germania al n. 157591).  
Sede legale  
Seidlstraße 24-24a  
80335 Monaco, Germania  
+49 89 1221 90

---

**Zurigo**

PIMCO (Switzerland) LLC  
Iscritta al Registro delle Imprese  
in Svizzera al n. CH-020.4.038.582-2.  
Dreikoenigstrasse 31a  
8002 Zurigo, Svizzera  
+41 44 208 3867

---

**Hong Kong**

---

**Newport Beach** Sede centrale

---

**New York**

---

**Singapore**

---

**Sydney**

---

**Tokyo**

---

**Toronto**

[italy.pimco.com](http://italy.pimco.com)

PIMCO Europe Ltd, PIMCO Europe Ltd Filiale di Monaco, PIMCO Europe Ltd Filiale di Amsterdam e PIMCO Europe Ltd - Italy sono autorizzate e disciplinate nel Regno Unito dalla Financial Services Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS. La filiale di Monaco è inoltre regolamentata dal BaFin in Germania ai sensi della Sezione 53b del Testo Unico Bancario tedesco, mentre la filiale di Amsterdam opera in conformità alle norme dell'AFM nei Paesi Bassi. PIMCO Europe Ltd - Italy è inoltre disciplinata dalla CONSOB sul territorio italiano ai sensi dell'Art. 27 del Testo Unico Finanziario italiano.

Per asset "risk-free" o "a rischio zero" è da intendersi un attivo con un determinato rendimento futuro. I Treasuries USA sono considerati titoli a rischio zero, in quanto sono garantiti dal governo degli Stati Uniti. Qualsiasi investimento comporta rischi e può essere soggetto a perdite di valore.

**I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.** Qualsiasi investimento comporta rischi e può subire perdite di valore. Gli investimenti nel mercato obbligazionario sono soggetti a determinati rischi, tra cui il rischio di mercato, di interesse, dell'emittente, di credito e dell'inflazione. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione (ILB) emesse da un governo sono titoli a reddito fisso il cui valore facciale viene periodicamente adeguato in funzione del tasso di inflazione; il valore delle obbligazioni ILB cala all'aumentare dei tassi di inflazione reali. I Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal Governo degli Stati Uniti. I titoli sovrani sono generalmente garantiti dalla buona fede del governo emittente. Gli obblighi a carico delle agenzie e delle autorità del Governo USA sono coperte da vari gradi di garanzia, ma generalmente non sono supportate dalla completa buona fede del governo. I portafogli che investono su tali titoli non sono garantiti e sono soggetti a fluttuazioni di valore. Il reddito da obbligazioni municipali può essere soggetto a imposte statali e locali e talvolta alla tassa minima alternativa. I titoli azionari sono soggetti a diminuzioni di valore per effetto delle condizioni sia reali che percepite del mercato in generale, dell'economia e del settore di riferimento. Le commodity contengono un grado più elevato di rischi, fra cui rischi di mercato, politici, normativi e presentano condizioni implicite tali da non essere adatte a tutti gli investitori.

Le opinioni e le strategie descritte nel presente documento non sono adatte a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a consultare il proprio consulente finanziario prima di prendere decisioni di investimento.

Il presente documento riporta gli attuali punti di vista dell'autore, che possono non coincidere necessariamente con le opinioni di PIMCO e che sono soggetti a variazioni senza obbligo di notifica. Il presente documento viene diffuso a soli fini informativi e non è da intendersi come fonte di consigli di investimento o raccomandazioni in favore di particolari titoli, strategie o prodotti. Le informazioni ivi contenute sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non garantite. Nessun brano del presente articolo potrà essere oggetto di riproduzione in qualsiasi forma o oggetto di riferimento in qualunque altra pubblicazione senza esplicito consenso scritto di PIMCO Europe Ltd. ©2012, PIMCO.

**Prima dell'adesione leggere il Prospetto.**