



A proposito di danni

Soffro di una sorta di amnesia. Non mi ricordo quasi nulla del mio passato più remoto, una condizione che alla soglia del 69° anno di età non è né mortale né debilitante, tuttavia mi fa sentire sperduto, come se avessi smarrito la via di casa. Effettivamente mi ricordo alcune cose ma sono pensieri indistinti, quasi fantastici, con pochi dettagli, solitamente privi di collegamenti emotivi. Non mi ricordo nulla di quanto mi hanno insegnato genitori, insegnanti o mentori, nessun consiglio, nessuna lezione di vita. Sono certo che ci deve pur essere qualcosa, ma non me lo ricordo. La mia vita è come un libro di racconti pieno di innumerevoli *déjà vu* che però non ricordo di aver letto.

Qualche settimana fa ho partecipato a una riunione familiare, io e mia sorella siamo stati a Sacramento in visita a mio fratello malato che ha solo 18 mesi più di me. Dopo aver discusso del suo stato di salute abbiamo imboccato la strada dei ricordi e abbiamo parlato dei vecchi tempi. Sapevo che mio padre non era mai a casa, che trascorreva molti mesi all'estero per affari, in Africa e Sud America? "Ho solo qualche vago ricordo", ho risposto, una strana reazione per un adolescente che avrebbe dovuto sentire l'assenza del padre. Sapevo che i miei genitori bevevano troppo, che i *gin fizz* di mia madre iniziavano nel primo pomeriggio per finire quando avevamo già terminato i nostri compiti di scuola? "Non mi ricordo", ho risposto, "ma forse dopo la Depressione e la Seconda Guerra mondiale avevano motivo di farsi un goccetto o due."

Ho concluso che la mia assenza di ricordi personali dev'essere stata provocata da un danno minore, come un danno collaterale subito al cervello da un giocatore di football che ne ha prese tante. Qualcosa nel mio casco protettivo ancora intatto, una collisione emotiva o fisica probabilmente ha lasciato una cicatrice che ha impedito una perfetta guarigione. Peccato. Del resto, tutti noi subiamo dei danni in un modo o nell'altro... Non potrebbe essere diversamente in un mondo imperfetto pieno di genitori, fratelli e amici impegnati a risolvere i loro problemi 24 ore su 24. Talvolta il danno si manifesta con una "perdita" di memoria o la rimozione dei ricordi, talvolta nell'autoflagellazione o in un comportamento distruttivo nei confronti degli altri. Altre volte questo danno può essere costruttivo come quando chi ha subito una grave perdita cerca di aiutare gli altri che sono più in difficoltà di lui. Qualunque sia la ragione, ci sono 7 miliardi di esseri umani che hanno subito dei danni su questa Terra.

Per quanto mi riguarda, anziché perdere il lume della ragione, ho semplicemente perso la mia memoria a lungo termine. Certo, è una sensazione sgradevole, non potrò scrivere la mia autobiografia ricordando i passaggi di una vita che è stata apparentemente produttiva. Ma devo riconoscere che la mia condizione ha i suoi vantaggi. Ogni giorno è una pagina relativamente bianca, una specie di “tavola magica” dove posso cancellare completamente ogni piccola trasgressione, offesa o peccato degli altri nei confronti di questa fragile umanità. Supero velocemente la maggior parte degli eventi e vado oltre rapidamente. Lo scrittore francese Jules Renard una volta affermò che “forse le persone con una buona memoria non possono avere idee generali”. Allora forse sono fortunato. Questo deficit della memoria ha vantaggi e svantaggi che io sommo per poi voltare pagina rapidamente. Se questo è l’unico svantaggio della mia vita, e non ce ne possono essere molti, allora sono un uomo fortunato.

Il cerchio di fuoco

Nell’*Investment Outlook* del mese scorso avevo promesso di scrivere dei danni finanziari, del potenziale pericolo del debito, ovvero del *fiscal cliff* a lungo termine che dovrà affrontare l’economia statunitense nella Nuova Normalità, che secondo alcuni non sarà poi così terribile. Dopo tutto, nonostante gli Stati Uniti si avvicinino al *fiscal cliff* 2012 con un deficit del Pil dell’8%, il paese è ancora considerato il “migliore tra i peggiori” al mondo. Il rapporto tra debito pubblico e PIL (ovvero Prodotto Interno Lordo) è inferiore al 100%, con un rating di credito Aaa/AA+ e il vantaggio di essere la valuta di riserva mondiale. Ciò significa che la maggior parte delle operazioni finanziarie su scala globale è denominata in dollari e che i nostri tassi di interesse sono strutturalmente più bassi rispetto agli altri paesi con rating Aaa. Abbiamo università d’eccellenza, una forza lavoro abbastanza flessibile, e siamo ancora il fulcro della tecnologia se consideriamo la saga infinita di Microsoft, Google e ora Apple. Naturalmente non mancano le preoccupazioni durante un anno di elezioni, ma siamo ancora in una posizione invidiabile nell’economia globale. **Per quale motivo gli Stati Uniti non dovrebbero essere considerati la mèta privilegiata dei flussi di capitale globali alla ricerca di un rendimento sicuro (anche se più basso rispetto ai dati storici)?**

La fine del mondo non è dietro l’angolo. Non credo nella disfatta dell’economia americana e dei suoi mercati finanziari. Tuttavia sono preoccupato. E credo di non essere il solo, insieme al FMI (ovvero, il Fondo Monetario Internazionale), al CBO (Congressional Budget

Office) e al BIS (Bureau of International Settlements). Mentre scrivo in questo pomeriggio di settembre ho qui con me il rapporto annuale pubblicato recentemente da queste organizzazioni autorevoli, e prevalentemente apolitiche, con la descrizione della situazione patrimoniale e finanziaria e del bilancio preventivo di una serie di paesi sviluppati e in via di sviluppo. Il CBO forse è quello più pratico che non trascura la possibilità di una crisi fiscale nei prossimi dieci anni, mentre il FMI e il BIS non amano fare previsioni, prestano denaro e monitorano operazioni finanziarie per migliaia di miliardi. Quando queste organizzazioni esprimono la loro opinione noi dovremmo stare ad ascoltare, e durante l’ultimo anno hanno parlato all’unisono. **Ci stanno dicendo che sul fronte del debito e delle prospettive di indebitamento, gli Stati Uniti non sono “il migliore tra i peggiori”. In effetti gli Stati Uniti sono un criminale recidivo, un tossicodipendente che non si limita a fumare erba o ad assumere cocaina ma spesso indugia nei cristalli di metanfetamina del bilancio. Secondo queste rispettabili agenzie, i vizi dello Zio Sam saranno difficili da sradicare (e la strada non è priva di pericoli).**

Quali criteri o quali linee guida utilizzano, e come spiegare al meglio il loro metodo di giudizio? Tutti e tre cercano di calcolare il cosiddetto “divario fiscale”, un deficit che deve essere colmato con tagli alla spesa o aumenti fiscali, o da una combinazione di entrambi questi fattori, allo scopo di mantenere il rapporto tra debito e Pil di un paese sotto controllo. **Il divario fiscale differisce dal “deficit” nel senso che comprende le stime degli impegni futuri come la previdenza sociale, Medicare e Medicaid che non necessariamente sono compresi nelle spese correnti.** Questi tre enti puntano a un rapporto tra debito e Pil diverso in differenti periodi di tempo, partendo da presupposti diversi in merito al tasso di crescita reale di un paese e al tasso di interesse reale per il futuro. Un lettore si può confondere nel tentativo di mettere insieme questi tre rapporti per trovare un dato omogeneo. Comunque, per comprendere il “danno” fiscale e la gravità della tossicodipendenza del paese è importante tracciare un confronto tra gli Stati Uniti e altri paesi, per valutare fino a che punto il paese sarebbe il “migliore tra i peggiori” in mancanza della valuta di riserva e degli attuali vantaggi finanziari. E se guardiamo alla situazione tra 10-20 anni, fino a che punto questa dipendenza dal debito può essere pericolosa per la sua sopravvivenza?

Ho riassunto i tre studi in una figura che forse molti lettori dell’*Investment Outlook* troveranno familiare. Diversi anni

fa paragonai i paesi utilizzando l'immagine del "cerchio di fuoco" di PIMCO. Fu un *Outlook* molto apprezzato se non altro per le fiamme rosso fuoco e il riferimento a una vecchia canzone di Johnny Cash: "Sono precipitato in un cerchio di fuoco, sono sceso giù, giù, giù e le fiamme salivano". Naturalmente fu un'immagine melodrammatica, tuttavia istruttiva e forse profetica. **Il "cerchio" aggiornato con i dati di FMI, CBO e BIS giunge alla conclusione che lo stato patrimoniale degli Stati Uniti, il "deficit" (l'asse y) e il "divario fiscale" (l'asse x) sono in fiamme e i vigili del fuoco sembra che stiano ancora dormendo.**

Per mantenere il rapporto tra debito e Pil al di sotto del metaforico punto di combustione di 100° centigradi, in base a questi studi (facendo una media) dovremmo tagliare le spese o aumentare le imposte dell'11% del Pil, e piuttosto rapidamente entro i prossimi 5-10 anni. Un "divario fiscale" dell'11% per l'economia di oggi significa una combinazione di tagli alla spesa e di imposte per 1.600 miliardi di dollari all'anno! Dandogli un contesto, il CBO ha calcolato che il mancato rinnovo delle agevolazioni concesse da Bush ridurrebbero il deficit solamente di 200 miliardi di dollari. Al confronto, il fallito tentativo di un compromesso di bilancio da parte del Congresso e del Presidente, il cosiddetto "Grand Bargain" del Super Comitato riguardava un piano da 4.000 miliardi di dollari in 10 anni, ovvero 400 miliardi di dollari all'anno. Secondo questi studi e il "Cerchio di fuoco parte II" della figura serve un importo di quattro volte tanto per spegnere l'incendio.

E arriviamo a una nota dolente, cari lettori, e guardiamo chi c'è nel cerchio di fuoco insieme agli Stati Uniti. Ci sono il Giappone, la Grecia, il Regno Unito, la Spagna e la Francia... il girone dei debitori. E guardiamo invece quali sono i paesi con un bilancio e un divario fiscale relativamente sotto controllo: Canada, Italia, Brasile, Messico, Cina e una serie di altre nazioni in via di sviluppo (molte non compaiono nella figura), a differenza di molti paesi sviluppati. Come regola empirica, i paesi in via di sviluppo presentano un debito più basso e un sistema finanziario meno sviluppato. Gli Stati Uniti e gli altri "tossicodipendenti" inalano i cristalli di metanfetamina del debito già da diverso tempo, e disintossicarsi sembra incredibilmente difficile.

Tra i leader in questo "cerchio di fuoco", la tendenza all'abuso in America si riflette in un divario fiscale dell'11% e in un buco da 1.600 miliardi di dollari. È noto a tutti che il debito degli Stati Uniti in circolazione ammonta a 15.000 miliardi di dollari, ma le passività future in termini di previdenza sociale, Medicare e Medicaid sono meno

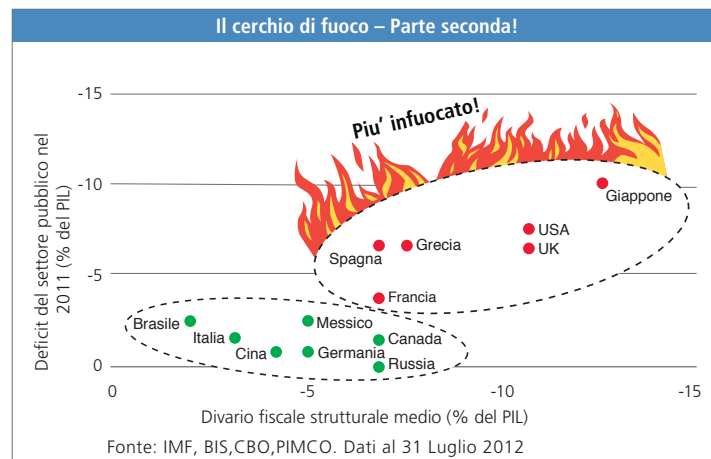


Grafico 1

tangibili e quindi anche più difficili da comprendere. Supponiamo che quando i cittadini americani pagano le imposte sul reddito per ottenere una di queste prestazioni ricevano un'obbligazione che possono incassare quando dovranno pagare questi conti in futuro. L'obbligazione varrebbe più delle imposte pagate poiché le prestazioni aumentano più rapidamente dell'inflazione. Il fatto è che queste obbligazioni oggi ammonterebbero a circa 60.000 miliardi di dollari, il quadruplo rispetto alla cifra pubblicizzata del debito in circolazione. In altri termini, siamo debitori non solo di 15.000 miliardi di dollari in buoni e titoli del Tesoro, ma di altri 60.000 miliardi di dollari. Nel mio esempio, i 60.000 miliardi di dollari non corrispondono semplicemente alla promessa di pagare i titoli del Tesoro alla scadenza, ma sono il valore attuale netto delle prestazioni di previdenza sociale, delle spese Medicaid e dei costi previsti per Medicare. Nel complesso si tratta di un gigantesco 500% del Pil, cari lettori, e non me lo sto inventando. Basta consultare il FMI e il CBO per verificarlo. Come faremo quindi ad uscire da questo pasticcio?

Conclusioni d'investimento

Vi pongo quindi la domanda di prima. Per quale motivo gli Stati Uniti non dovrebbero essere considerati la metà privilegiata dei flussi di capitale globali alla ricerca di un rendimento sicuro (anche se più basso rispetto ai dati storici)?

La risposta è facile: Se continueranno su questa strada e non sistemeranno il "divario fiscale". Se continuiamo a chiudere gli occhi di fronte al deficit dell'8% del Pil, che diventa una stima media di un divario fiscale annuo dell'11% comprendendo le passività della previdenza

sociale, di Medicaid e Medicare, allora inizieremo ad assomigliare alla Grecia prima dell'inizio del prossimo decennio. **Se non iniziamo a colmare questo divario, la conseguenza inevitabile sarà un rapporto tra debito e Pil in costante aumento, la Federal Reserve immetterà liquidità per tamponare la situazione, l'inflazione salirà e il dollaro inevitabilmente perderà valore. Il mercato obbligazionario e persino quello azionario saranno ridotti in cenere. Solo l'oro e i beni reali sopravvivranno al "Cerchio di fuoco".**

In tal caso, gli Stati Uniti non si troveranno più in una posizione privilegiata nella finanza globale e i danni saranno numerosi, non solo per gli Stati Uniti ma per il sistema finanziario globale, un sistema che per 40 anni è dipeso dall'economia degli Stati Uniti come principale consumatore e dal dollaro come mezzo di scambio globale. Se il divario fiscale non si chiuderà gradatamente nei prossimi anni, le agenzie di rating, le nazioni detentrici di riserve in dollari e i gestori obbligazionari, mortificati nel rinnovato ruolo di *vigilantes*, saranno costretti a prendere una decisione drammatica. Sarebbe come in un libro di racconti che questa volta gli investitori vorrebbero certamente dimenticare. Il danno sarebbe probabilmente irreparabile.

William H. Gross
Managing Director

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Qualsiasi investimento comporta rischi e può subire perdite di valore. Gli investimenti in titoli domiciliati all'estero e/o denominati in valute estere possono comportare rischi più elevati di cambio, economici e politici, che possono risultare più accentuati nei mercati emergenti. Le dichiarazioni relative alle tendenze del mercato finanziario sono fondate sulle condizioni attuali dei mercati, che sono soggette a variazione. Non sussiste alcuna garanzia che le suddette strategie di investimento siano remunerative in qualsiasi condizione di mercato o siano adatte a qualsiasi categoria di investitori. Ogni singolo investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare in periodi flessione del mercato. Le previsioni e le strategie sono soggette a variazione senza preavviso.

Il presente documento riporta le opinioni dell'autore che non rispecchiano necessariamente quelle di PIMCO. Tali opinioni sono soggette a variazioni senza preavviso. Il presente documento viene diffuso a soli fini informativi e non è da intendersi come contenente consigli a fini di investimento o raccomandazioni in favore di particolari titoli, strategie o prodotti. Le informazioni qui contenute sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non garantite.

La presente offerta non è indirizzata ad alcun soggetto operante in qualsiasi giurisdizione in cui essa risulti illegale o non autorizzata. **PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517), PIMCO Europe Ltd Filiale di Monaco (Società n. 157591), PIMCO Europe Ltd Filiale di Amsterdam (Società n. 24319743) e PIMCO Europe Ltd- Italy (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Services Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. Le filiali di Amsterdam, Italia e Monaco sono inoltre regolamentate rispettivamente dall'AFM, dalla CONSOB (ai sensi dell'Art. 27 del Testo Unico Finanziario italiano) e dal BaFin in Germania (ai sensi della Sezione 53b del Testo Unico Bancario tedesco). **PIMCO Deutschland GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania) è autorizzata e disciplinata in Germania dall'Autorità di vigilanza dei servizi finanziari federale tedesca (BaFin) (Lurgiallee 12, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 del Testo Unico Bancario tedesco (KWG). I servizi e i prodotti offerti da PIMCO Deutschland GmbH sono rivolti unicamente a clienti professionisti come da definizione contenuta alla Sezione 31a Comma 2 della Legge tedesca sulla negoziazione di titoli (WpHG) e non a investitori individuali, i quali non sono autorizzati a basarsi sulla presente comunicazione. Nessuna parte del presente articolo può essere riprodotta in alcuna forma o citata in qualsiasi altra pubblicazione senza esplicita autorizzazione scritta. PIMCO e YOUR GLOBAL INVESTMENT AUTHORITY sono rispettivamente marchi registrati e non registrati di proprietà di Allianz Asset Management of America L.P. e PIMCO, negli Stati Uniti e nel mondo. ©2012, PIMCO.

Prima dell'adesione leggere il Prospetto.

Londra

PIMCO Europe Ltd
11 Baker Street
London W1U 3AH
+44 20 3640 1000

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
Schiphol Boulevard 315, Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol, Paesi Bassi
+31 20 655 4710

Milano

PIMCO Europe Ltd - Italy
Largo Richini 6
20122 Milano, Italia

Monaco di Baviera

PIMCO Deutschland GmbH
PIMCO Europe Ltd, Munich Branch
Seidlstraße 24-24a
80335 Monaco, Germania
+49 89 1221 90

Zurigo

PIMCO (Switzerland) LLC
Dreikoenigstrasse 31a
8002 Zurigo, Svizzera
+41 44 208 3867

Hong Kong

Newport Beach Sede centrale

New York

Singapore

Sydney

Tokyo

Toronto

italy.pimco.com

P I M C O