

# Cayman e Irlanda, «paradisi» dei bond

Dopo Cina e Giappone, l'isola caraibica e quella europea sono ora i più grandi acquirenti di debito americano

**L'INCHIESTA/I nuovi padroni del debito.** Cayman Islands e Irlanda al terzo e quarto posto mondiale dopo Cina e Giappone

## Rischio addio: il bond Usa va in «paradiso»

### Dall'Europa....

A Dublino si trovano titoli di Stato americani per un ammontare maggiore del Pil nazionale

#### RISCHI E RENDIMENTI

L'incertezza sul futuro dell'Eurozona e la mancanza di appeal dei titoli sovrani europei hanno scatenato la corsa alle obbligazioni Usa

### ...ai Caraibi

Con T-Bond per 265 miliardi di dollari, le Cayman sono i terzi detentori di titoli Usa

#### LE CRITICITÀ

Un rialzo più forte del previsto dei tassi Fed potrebbe far esplodere la bolla dei bond: le Authority hanno lanciato l'allarme

di **Alessandro Plateroti**

Che c'è in comune tra le Cayman Islands e l'Irlanda? A parte l'Atlantico, l'unica cosa che le associa è l'affollamento di banche, assicurazioni, fondi di investimento e di private equity, asset manager ed hedge fund in cerca di un buon clima fiscale per gli affari. Nessuno si era invece accorto che proprio nelle due isole più popolate da finanziari e speculatori, il rischio è diventato indigesto. Tra Qe e tassi-zero, la nuova dieta dei grandi squali della finanza somiglia sempre più a quella dei piccoli pesci di mercato: titoli di Stato americani.

Proprio così. Nell'era degli allentamenti quantitativi senza fine, dei tassi sotto-zero sui bond sovrani e di poco superiori sui bond aziendali, del debito più incentivato del risparmio, della crisi economica che non passa mai e soprattutto della grande incertezza sulla stabilità politica e finanziaria dell'Europa, le sorprese non finiscono mai. Si sono viste banche restituire ai clienti i soldi pagati in eccesso sui loro mutui a tasso variabile dopo la caduta dell'Euribor sotto-zero. Si sono viste aziende costrette a sostituire i titoli di Stato che non rendono più nulla con botti di whisky invecchiato e magazzini di formaggi per la mancanza di titoli di rendimenti nei titoli di Stato che avevano utilizzato per decenni come asset patrimoniale dei loro fondi pensione. Ma mai prima d'ora qualcuno aveva immaginato che due isole considerate a pieno titolo come le capitali mondiali della speculazione e del turismo fiscale, sarebbero diventate province della prudenza, custodi sovranici del più diffuso, impor-

tante, sicuro e quindi poco redditizio debito del mondo: i Treasuries americani a 5 e 10 anni.

Nella sorpresa generale Cayman e Irlanda sono entrate infatti nelle posizioni di vertice della classifica delle nazioni con più titoli di Stato americani in portafoglio a banche, assicurazioni e fondi speculativi. Con T-bond Usa per 265 miliardi di dollari a fine marzo 2016, le Cayman hanno conquistato a sorpresa il terzo posto assoluto di una graduatoria internazionale di cui erano noti finora solo il primo e il secondo classificato, cioè la Cina e il Giappone. E anche se la distanza tra il Paradiso fiscale dei tropici e i due paesi asiatici resta abissale, è il distacco minimo con il quarto classificato, l'Irlanda, la novità che sembra rafforzare il legame tra le due isole: con poco più di 5 milioni e mezzo di abitanti, ma con oltre 400 società finanziarie domiciliate in loco tra grandi banche e piccole boutique, la Repubblica d'Irlanda è diventata la cassaforte di 264,3 miliardi di dollari di T-bond Usa con scadenze dai 10 ai 30 anni, gli unici (Paesi emergenti esclusi) a offrire ancora sicurezza e rendimenti relativamente attraenti agli investitori mondiali.

Ma c'è di più. La corsa ai bond di Washington ha dato alla piazza di Dublino - composta per metà da banche e fondi irlandesi e per metà da intermediari finanziari europei e americani - un primato mai visto prima d'ora: il valore del debito Usa domiciliato in Irlanda ha superato infatti i 230 miliardi di dollari del Pil irlandese. Con i rischi

che ne derivano per la stabilità finanziaria del sistema: un rialzo dei tassi americani più elevato delle attese (o più rialzi a tempi ravvicinati), potrebbe infatti provocare un balzo dei rendimenti e una caduta del prezzo dei T-bond, costringendo a vendite forzate chi li possiede. Se si pensa che al 29 aprile scorso famiglie e risparmiatori avevano in portafoglio titoli di Stato Usa per 13.800 miliardi di dollari (76% del Pil Usa) e che quasi la metà di questa cifra (6.200 miliardi) appartiene a investitori esteri, i rischi di un effetto a catena provocato dalle manovre della Fed sui tassi o da quelle della Cina (primo acquirente di T-bond con oltre 1.250 miliardi di dollari in portafoglio) per sostenere lo yuan, quello che appare oggi come un investimento sicuro per tutti potrebbe diventare una Caporetto finanziaria per molti. Anche se il mercato sembra voler ignorare questo rischio incombente (che la Fed voglia alzare i tassi è un dato di fatto), la sua pericolosità ha messo in allarme sia lo Iosco (l'associazione mondiale delle Authority di vigilanza) sia l'Authority europea dei mercati finanziari, che già all'inizio del-



l'anno hanno denunciato la «straordinaria rischiosità» a cui è esposto il sistema finanziario - banche, fondi e assicurazioni - per l'effetto combinato delle manovre monetarie straordinarie in corso in Europa e in Giappone e delle conseguenti distorsioni che stanno generando sui mercati obbligazionari come su quelli borsistici, su quelli valutari e sui listini delle materie prime. «Un rialzo improvviso dei tassi Usa o uno shock geopolitico di ampia portata - hanno scritto le due Authority - potrebbero destabilizzare l'intero mercato finanziario mondiale e far scattare programmi di vendita automatizzati che accrescerebbero il panico».

Uscire da questa situazione non è facile. Gli interventi straordinari della Bce sulla liquidità e sui tassi in corso in Europa ha provocato un'appiattimento generalizzato dei rendimenti senza precedenti nella storia: tassi a zero o sotto-zero sono offerti da obbligazioni sovrane dell'Eurozona per oltre 3.200 miliardi di euro e la cifra è destinata a crescere finché la Bce continuerà ad essere l'unica a ricomprarli dalle banche in cambio di liquidità. Il Quantitative Easing della Bce, del resto, si basa proprio su una partita di giro: le autorità monetarie vendono debito alle istituzioni finanziarie, che a loro volta lo utilizzano come collaterale nelle operazioni con Francoforte. Il problema, tuttavia, è che più la Bce compra bond sovrani, meno ne circolano sul mercato: la possibilità che il prolungamento eccessivo del QE porti a un esaurimento delle disponibilità

di bond sovrani europei è già diventata concreta. Dopo l'indigestione di bond periferici provocata dagli acquisti massicci fatti dalla Bce durante la crisi del 2011, il rilancio della manovra con il QE deciso nel 2015 sta gradualmente prosciugando la disponibilità di obbligazioni emesse dai Paesi più deboli dell'Eurozona per le operazioni di finanziamento e rifinanziamento. Sembrava impossibile, ma questo scenario si è verificato solo due settimane fa, quando la Bce ha infranto a sorpresa (e per la prima volta) le regole del QE riducendo oltre il consentito gli acquisti di bond Irlandesi e Portoghesi per aumentare quelli di obbligazioni tedesche e francesi, che da parte loro ne avrebbero fatto volentieri a meno: anche se la Bce non ha dato spiegazioni sulla scelta, la sensazione degli analisti è che non abbia trovato abbastanza titoli da comprare. Comunque sia, è un dato di fatto che la stessa Bce ha già deciso di integrare gli acquisti di bond sovrani con i bond emessi dalle aziende e denominati in euro. Con un altro risultato paradossale: mentre la Bce si prende questo aggiuntivo per salvare l'Eurozona, a guadagnarci sono soprattutto le aziende americane, che non a caso stanno inondando di debito emesso in euro l'intero mercato finanziario europeo.

In un contesto in cui i bond dell'Eurozona provocano perdite o non rendono nulla a chi li compra, o rendono troppo poco rispetto al rischio potenziale non prezzato per effetto del QE, mercati e banche centrali sembrano condannati a navigare a vista ancora molto a lungo. Se poi si pensa che più di un quarto

di tutti i bond sovrani mondiali ha già tassi zero o sotto-zero, è difficile meravigliarsi se la corsa ai T-bond americani e al loro misero rendimento è giustificata soltanto dal bisogno degli investitori di avere in portafoglio la sicurezza del Super-bond di Washington. E questo vale alle Cayman come in Irlanda, in Cina come nei Paesi del Golfo.

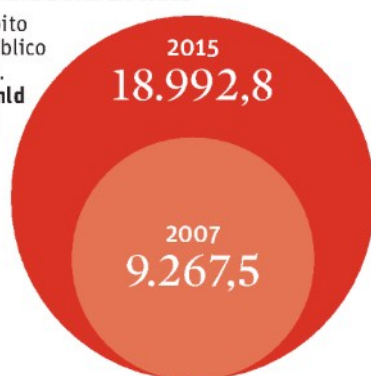
Anche se nessuno si scandalizza per quanto sta accadendo sui mercati, le informazioni emerse dalla classifica dei grandi compratori di T-bond americani suscitano più spunti di riflessione: il primo è che la mappa della distribuzione geografica del debito Usa (salvo i casi di Cina e Giappone), non rispecchia più scelte nazionali. Alle Cayman come in Irlanda, gli acquisti di bond vengono effettuati per conto di grandi clienti e grandi patrimoni che risiedono altrove, che hanno esigenze e caratteristiche finanziarie ed economiche diverse. Una nazione, per esempio, può liquidare oggi titoli di Stato Usa o di altri Paesi vedendoli attraverso finanziarie e banche estere residenti dall'altra parte del mondo: nessuno potrà mai dire per conto di quale Paese sono stati acquistati e poi venduti.

Ma l'aspetto più grottesco o paradossale è forse un altro: che cosa diranno i clienti degli hedge fund quando si accorgeranno che a fronte delle laute commissioni pagate ai gestori per guadagnare tanto anche assumendosi dei rischi, i loro soldi sono stati investiti su Titoli di Stato a basso rendimento, così come avrebbe un fatto la banca sotto casa o il buon padre di famiglia.

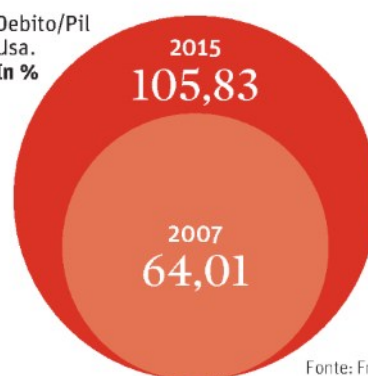
© RIPRODUZIONE RISERVATA

**PRIMA E DOPO LA CRISI**

Debito pubblico Usa. In mld di \$



Debito/Pil Usa. In %

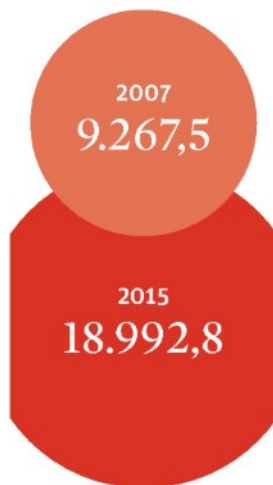


Fonte: Fmi

## La mappa del debito americano

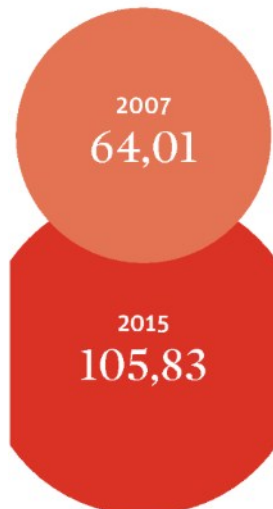
### DEBITO PUBBLICO USA

Valori in miliardi di dollari



### RAPPORTO DEBITO/PIL USA

Valori in %



### CHI DETIENE IL DEBITO USA

Nazionalità dei principali investitori esteri in T-bond. Valori in miliardi di dollari

