



www.lavoce.info

Finanza

UN REGALO DI OBAMA ALLE BANCHE

di [Jeffrey D. Sachs](#) 27.03.2009

Il piano Geithner-Summers implica un enorme trasferimento di ricchezza, forse per centinaia di miliardi di dollari, dai contribuenti agli azionisti delle banche. Ne sono una prova i rialzi dei prezzi dei titoli bancari già nella settimana che ha preceduto l'annuncio. Il valore di questo salvataggio di massa è di gran lunga superiore al bonus destinato ad Aig e Merrill. Ma il meccanismo è molto meno ovvio e la reazione dell'opinione pubblica è stata debole, almeno finora. Per ripulire i bilanci delle banche esistono alternative molto più efficaci e più eque.



Timothy Geithner e Larry Summers hanno annunciato il loro piano: depreda la Federal Deposit Insurance Corporation e la Federal Reserve per garantire credito agli investitori che acquistano dalle banche **attivi tossici** a prezzi esagerati. Se il piano sarà attuato, il risultato sarà un enorme **trasferimento di ricchezza**, forse per centinaia di miliardi di dollari, dai contribuenti (su cui ricadranno le perdite di Fdic e Fed) agli azionisti delle banche. Il rialzo dei prezzi dei titoli bancari nella mattina dell'annuncio, e anche nella settimana di indiscrezioni e allusioni che l'ha preceduto, sono un'indicazione del salvataggio di massa in atto. Ci sono modi molto più equi e molto più efficaci per raggiungere l'obiettivo di ripulire i bilanci delle banche.

COME FUNZIONA



www.lavoce.info

Ecco come funziona una parte importante del piano. Sarà creato un gigantesco **fondo di investimento** (o forse più di uno) per acquistare attivi tossici dalle banche. Il bilancio dei fondi di investimento sarà così organizzato: per ogni dollaro di attivi tossici che acquistano dalle banche, la Fdic garantirà un prestito fino a 85,7 centesimi (i 6/7 di un dollaro), il Tesoro e gli investitori privati metteranno ciascuno 7,15 centesimi di capitale. Il prestito della Fdic sarà “non recourse”, ovvero se il valore degli attivi tossici acquistati dagli investitori privati scenderà al di sotto dell'ammontare del prestito Fdic, i fondi di investimento non lo restituiranno e la Fdic si ritroverà con gli attivi tossici.

IL REGALO DEL CONTRIBUENTE SPIEGATO CON UN ESEMPIO NUMERICO

Per comprendere come funziona il regalo agli **azionisti bancari**, è utile ricorrere a una spiegazione numerica.

Consideriamo un portafoglio di attivi tossici con un valore nominale di mille miliardi. Assumiamo che abbia il 20 per cento di probabilità di ripagare interamente il suo **valore nominale** e l'80 per cento di probabilità di ripagare soltanto 200 miliardi. Il valore attuale di mercato degli attivi tossici è dato dal loro rendimento atteso, che è il 20 per cento di mille miliardi più l'80 per cento di 200 miliardi, ovvero 360 miliardi. Di conseguenza, gli attivi si scambiano a un prezzo che è il 36 per cento del loro valore nominale.

I fondi di investimento dovranno fare un'**offerta** per questi attivi tossici. A prima vista, si direbbe che l'offerta dovrebbe essere di 360 miliardi, ma non è la risposta giusta. Gli investitori ne faranno una nettamente superiore a 360 miliardi, a causa del massiccio sussidio implicito nel prestito Fdic. In effetti, quello che la Fdic propone agli investitori privati è una scommessa del tipo “testa vinci tu, croce perde il contribuente”.

In particolare, la Fdic presta denaro a un basso tasso di interesse e sulla base della formula “non recourse” nonostante sia probabile una massiccia **inadempienza** degli impegni relativi ai prestiti da parte dei fondi di investimento. Il sussidio nascosto prende la forma di un prezzo di offerta per gli attivi tossici nettamente superiore ai 360 miliardi. In sintesi, la Fdic trasferisce centinaia di miliardi di dollari di ricchezza del contribuente alle banche.

CALCOLO SUL RETRO DELLA BUSTA: 276 MILIARDI

Basta un piccolo esercizio di aritmetica per calcolare l'entità del trasferimento. Nel nostro scenario gli investitori privati, che gestiscono il fondo di investimento, saranno pronti a offrire **636 miliardi** per i 360 miliardi di reale valore di mercato degli attivi tossici, trasferendo così 276 miliardi in più dalla Fdic (i contribuenti) alle banche. Ecco perché.

Secondo le regole del piano Geithner-Summers, gli investitori e il Tarp mettono ciascuno il 7,5 per cento del prezzo di acquisto di 636 miliardi, pari a 45 miliardi. La Fdic darà un prestito di 546 miliardi (tutti i numeri sono arrotondati). Se gli attivi tossici ripagano interamente i mille miliardi, ci sarà un profitto di 454 miliardi, pari al pagamento dei mille miliardi meno il rimborso del prestito Fdic di 546 miliardi. Gli investitori privati e il Tarp prenderanno ciascuno metà del profitto, 227 miliardi di dollari.

Ma questo risultato si verifica solo nel 20 per cento dei casi, dunque i **profitti** attesi degli investitori



www.lavoce.info

privati sono il 20 per cento di 227 miliardi, ovvero 45 miliardi, esattamente quello che hanno investito. Anche per il Tarp i profitti sono esattamente uguali all'**investimento**. Così, sia il Tarp sia gli investitori privati sono in pareggio: come partecipanti all'asta, hanno offerto il prezzo massimo che consente loro di ottenerlo.

Gli **azionisti delle banche**, invece, chiudono il gioco con in tasca 276 miliardi in più, mentre la Fdic si sobbarca 276 miliardi di perdite attese. Il trasferimento avviene a causa delle inadempienze sul prestito Fdic quando gli attivi tossici pagano solo 200 miliardi, un risultato che si verifica nell'80 per cento dei casi. Quando ciò accade il fondo di investimento si ritrova in rosso: ha più debito verso la Fdic di quanto abbia ricevuto dagli attivi tossici. Ma a quel punto, il fondo di investimento non ripaga il suo debito alla Fdic. E l'ente ottiene 200 miliardi invece della restituzione di 546 miliardi, con una perdita netta di 346 miliardi. E poiché questo risultato si verifica nell'80 per cento dei casi, la **perdita attesa** per il contribuente è l'80 per cento di 346 miliardi, ovvero 276 miliardi. Che corrisponde esattamente al guadagno in eccesso delle banche.

I prezzi alle stelle dei titoli bancari nella settimana che lo ha preceduto e nel giorno stesso dell'annuncio del piano svelano il **salvataggio**: tra il 9 e il 20 marzo l'indice bancario Kbw è salito del 33 per cento, mentre il Dow per l'industria solo dell'11 per cento, il che indica quanto fossero favorevoli alle banche le indiscrezioni sul piano. La mattina dell'annuncio, Citibank ha triplicato il suo valore rispetto al minimo dell'inizio di marzo. Il valore del salvataggio è di gran lunga superiore al bonus destinato ad Aig e Merrill, ma poiché il primo è molto meno ovvio del secondo, la reazione dell'opinione pubblica è stata debole, almeno all'inizio.

UN PIANO MIGLIORE

Il piano non dovrebbe andare avanti su queste basi così poco eque. Nel rispetto della legge, il Congresso dovrebbe applicare il *Federal Credit Reform Act* del 1990, che richiede un accantonamento di bilancio a copertura delle perdite attese nei programmi di prestito pubblico: si presume che le perdite attese della Fdic sulla base del piano Geithner-Summers dovrebbero rientrarvi. Con una corretta contabilità, l'intera operazione descritta nel nostro esempio richiederebbe un **accantonamento** di bilancio di 276 miliardi, pari alle perdite attese di Fdic e Tesoro. Se l'amministrazione chiedesse al Congresso un accantonamento simile, la risposta sarebbe un secco "no": l'opinione pubblica non accetterebbe un pagamento eccessivo degli attivi tossici a spese del contribuente. Così, è molto probabile che l'amministrazione cerchi di evitare un controllo del Congresso sul piano e faccia affidamento sulla confusione e sulla "buona notizia" dei rialzi dei corsi azionari per giustificare le proprie azioni.

I piani Geithner-Summers per la Fdic non sono gli unici trasferimenti fuori-bilancio agli azionisti delle banche. Altri punti del piano suffragano prestiti agevolati del Tesoro e ancor di più della Fed. La **Fed** sta già acquistando centinaia di miliardi di attivi tossici con scarso, se non nessun, controllo o accantonamento compensativo. E poiché alla fine guadagni e perdite della Fed sono iscritti a bilancio, anche l'acquisto degli attivi tossici dovrebbe ricadere sotto il *Federal Credit Reform Act* e dovrebbe essere esplicitamente finanziato.

Esistono innumerevoli **alternative** preferibili e più trasparenti. Gli attivi tossici potrebbero essere venduti a prezzi di mercato, non a prezzi esagerati, facendo sopportare agli azionisti delle banche i



www.lavoce.info

costi delle perdite. Se a quel punto le banche avessero bisogno di maggior capitale, il governo potrebbe acquistare direttamente le loro azioni: questo permetterebbe di salvare il sistema bancario senza salvare gli azionisti delle banche. Il processo sarebbe più corretto, meno costoso e più trasparente per il contribuente.

Nelle banche già ora insolventi dovrebbe intervenire direttamente la Fdic, in una forma di **amministrazione controllata** temporanea. Il ritorno per l'azionista sarebbe completamente cancellato, eccetto forse per qualche residuo diritto nel caso che gli attivi tossici superino largamente le loro attuali aspettative di mercato.

Foto: Barack Obama, di Pete Souza. [White House](#).