



www.lavoce.info

[Finanza](#) / [Internazionali](#)

MA GEITHNER NON SCIOGLE IL NODO DEI PREZZI

di [Sandro Brusco](#) 24.03.2009

Il Tesoro americano vara il piano teso alla stabilizzazione del sistema bancario: si fonda sull'utilizzo di capitale pubblico e privato per comprare i titoli tossici. Sembra un progetto credibile, per cui elimina incertezza sul comportamento futuro del Tesoro. Ma il meccanismo sembra anche una riproposizione dell'approccio Paulson. E il nodo della questione, ora come allora, è il prezzo a cui gli attivi tossici vanno comprati. Il grosso rischio è che la pulizia dei bilanci bancari e la riattivazione del credito avvengano a un costo enorme per i contribuenti.



Il Tesoro americano ha [reso pubblici](#) i contorni generali dell'iniziativa tesa alla stabilizzazione del sistema bancario. Essenzialmente l'idea è quella di usare **capitale pubblico e privato** per comprare i cosiddetti 'toxic assets' - gli attivi tossici che il Tesoro americano sta cercando di ribattezzare 'legacy assets' - che attualmente infestano i bilanci delle banche.

IL TESORO USA HA DUE PIANI

Ci sono due piani distinti. Il primo, chiamato *Legacy Loans Program*, userà tra **75 e 100 miliardi** di dollari dei fondi Tarp, quelli che vennero allocati per il *bailout* l'autunno scorso, cercando al tempo stesso di mobilitare capitale privato e i fondi dell'ente di assicurazione dei depositi, un ente pubblico che si finanzia con i premi che le banche pagano per l'assicurazione, la cui sigla è Fdic. Questo



www.lavoce.info

piano è destinato all'acquisto di **prestiti ipotecari** attualmente posseduti dalle banche e che al momento risultano altamente illiquidi. In breve, e per quel che è dato capire finora, il sistema funziona come segue. Primo, le banche, assistite dalla Fdic, identificano i prestiti ipotecari che vogliono vendere e l'ente stabilisce quanto desidera dare a prestito a chi compra tali attivi. Secondo, gli attivi vengono messi all'**asta** tra diversi possibili acquirenti e viene determinato un prezzo. Gli acquirenti che competono nelle aste, e che quindi determinano i prezzi, sono investitori privati. Terzo, il Tesoro e la Fdic danno agli investitori una grossa parte dei soldi con cui comprare tali asset. Nell'esempio fatto sul sito del Tesoro, la Fdic decide di finanziare **sei a uno**, ossia sei dollari di finanziamento a mezzo debito per ciascun dollaro di equity, l'acquisto di una obbligazione con valore facciale 100. Se il prezzo che si determina all'asta è 84, allora la parte di equity, ossia il capitale che viene effettivamente rischiato dagli investitori, è un settimo, ossia 12. I rimanenti 72 li mette la Fdic come prestito. In realtà i privati devono mettere solo metà dei soldi; l'altra metà la mette il Tesoro. In questo esempio, l'investitore privato mette 6. Ovviamente però questo significa anche che metà della proprietà va al Tesoro. Il vero zuccherino è dato dal fatto che il prestito della Fdic è un cosiddetto "no recourse loan". Significa che il pagamento del debito è legato al valore dell'attivo che si compra. Se le cose vanno male e il valore dell'attivo va a zero, per esempio, l'investitore privato non deve più pagare nulla del debito.

Il secondo piano, chiamato *Legacy Securities Program*, funziona in modo simile, ma con fondi, per ora non è ben chiaro quanti, della **Fed**, la banca centrale Usa. Ed è indirizzato all'acquisto di **obbligazioni** basate sulle ipoteche. Anch'esse al momento sono illiquide e pesano come un macigno sui bilanci delle banche. In questo caso, il piano prevede di creare fondi d'investimento con capitale privato aventi l'obiettivo di comprare queste obbligazioni. Per ogni dollaro di capitale privato il fondo riceverà un dollaro di fondi pubblici. In più, riceverà tra un dollaro e due di prestito, sempre con fondi pubblici. Quindi, per ogni dollaro di capitale privato arriveranno tra due e tre dollari di fondi pubblici. Anche in questo caso i prestiti sono "no recourse". Questi fondi con capitale misto privato e pubblico verranno gestiti in modo autonomo dagli investitori privati, anche se l'aspettativa è che la strategia sia di comprare le obbligazioni e tenerle fino alla loro scadenza.

L'idea generale, si dichiara, è quella di **far ripartire il mercato** per questi attivi, oggi completamente bloccato. Per garantire maggiore sprint, si cerca di coinvolgere non solo capitale pubblico, ma anche capitale privato. In tal modo si spera di mobilitare una massa più grande di capitale, arrivando a ripulire i bilanci delle banche dagli attivi tossici.

IL NODO DEI PREZZI

Che giudizio dobbiamo dare del piano? In questi casi i dettagli sono importanti, e siccome alcuni non sono ancora noti, è difficile dare un giudizio definitivo. Vorrei in particolare avere maggiori informazioni su alcuni punti.

Primo, mediante quale processo verranno scelti gli **attivi tossici** da mettere in vendita: sembra esistere un ruolo per la Fdic, ma il meccanismo non è completamente chiaro. Secondo, vorrei sapere più esattamente come verranno determinati i **prezzi**, ossia come verranno organizzate le aste e quanti potenziali compratori vi parteciperanno. Terzo, per capire come viene ripartito il rischio e quali sono i potenziali di guadagno delle diverse parti è ovviamente importante sapere qual è il **tasso di interesse** a cui la Fdic e la Fed faranno i prestiti.



www.lavoce.info

Al di là dei dettagli, però, a me pare che il meccanismo sia una riproposizione con qualche abbellimento dell'approccio del **piano Paulson**, fallito nell'autunno scorso. Il nodo della questione, ora come allora, è il prezzo a cui gli attivi tossici vanno comprati. I manager delle banche insistono nell'affermare che tali attivi valgono molto di più di quello che il mercato desidera pagarli. Ovviamente hanno tutto l'interesse a farlo, ma altrettanto ovviamente le loro affermazioni non sono credibili e infatti non vengono credute. In autunno non venne mai chiarito come determinare tali prezzi e il Tesoro passò a un approccio differente, ossia dare direttamente soldi alle banche. Ora invece si dice che i prezzi vanno determinati mediante asta (ma, di nuovo, vanno chiariti i dettagli) e al tempo stesso si annunciano sostanziali sussidi per gli investitori privati che parteciperanno alle aste.

Quello che trovo veramente più difficile da digerire è l'affermazione che in tal modo si faranno ripartire i mercati per gli attivi tossici, ora bloccati. Esattamente come dovrebbe succedere questo? I prezzi che si determineranno alle aste saranno ovviamente prezzi drogati dal sussidio pubblico e quindi non saranno utili come prezzi di mercato a cui effettuare ulteriori transazioni.

Il problema cruciale è quello dell'**asimmetria di informazione** [riguardo agli attivi](#). I banchieri, possiamo sospettare, sanno quali sono quelli più tossici, i potenziali acquirenti no. Questo è ciò che ha bloccato il mercato. L'unica cosa che fa il piano Geithner al riguardo, per quel che mi è dato capire, è di far partecipare la Fdic alla selezione degli attivi da vendere. Possiamo solo sperare che ciò sia sufficiente, ma è difficile crederci. C'è quindi il grosso pericolo che la pulizia dei bilanci bancari venga fatta a spese del pubblico.

UN ESEMPIO DI QUELLO CHE POTREBBE ACCADERE

Per avere un'idea di come le cose possano andar storte, guardiamo a un esempio semplificato. Supponiamo che una banca abbia due ipoteche. Una è 'buona', il debitore è solido e ci si può ragionevolmente aspettare che pagherà puntualmente le rate. Il valore di tale ipoteca, se ci fosse informazione perfetta, sarebbe uguale al facciale di 100. L'altra ipoteca invece rischia di finir male, il debitore probabilmente dichiarerà bancarotta e la banca dovrà prendere possesso della casa e venderla a basso prezzo. Diciamo che tale ipoteca, con informazione perfetta, varrebbe 50. Ma non c'è informazione perfetta, quindi chi deve comprare non sa quale ipoteca è buona e quale è cattiva. Immaginiamo ora che un investitore privato offra 84 dollari per ciascuna delle due ipoteche, finanziate nel modo sopra detto: 6 li mette lui, 6 il Tesoro e 72 la Fdic come prestito. La banca fa un affarone, dato che vende ipoteche che valgono in totale 150 a un prezzo di 168. Ma i 18 dollari che guadagna la banca li deve perdere qualcun altro.

Il primo prestito, quello buono, frutta 100. Di questi, 72 vanno alla Fdic per ripagare il prestito e i rimanenti 28 sono divisi a metà tra l'investitore privato e il Tesoro. Con il secondo prestito, quello cattivo che frutta 50, sia l'investitore privato sia il Tesoro perdono tutto il capitale. I 50 vanno alla Fdic che quindi perde 22. Risultato: in totale l'investitore privato investe 12 dollari e ne riceve 14, guadagnandone 2. Lo stesso vale per il Tesoro. Ma, sfortunatamente, la Fdic perde in totale 22 dollari (ossia la somma dei guadagni degli altri). Se guardiamo al conto consolidato di Tesoro e Fdic la perdita netta è di 20. Questa perdita finanzia il guadagno di 18 della banca e di 2 dell'investitore privato.



www.lavoce.info

Anche se è semplificato, credo che l'esempio chiarisca perché le **banche** sembrano contente del piano Geithner e anche perché sarà probabilmente possibile trovare **investitori privati** che accetteranno di parteciparvi. Chiarisce anche perché il piano è invece assai rischioso per chi fornisce i prestiti 'no recourse', si tratti della Fdic o della Fed.

Va detto che almeno il piano sembra **credibile**, per cui elimina incertezza sul comportamento futuro del Tesoro. Questo, di per sé, è un bene. Il piano è anche probabilmente meglio che non far nulla e aspettare e sperare che la situazione si risolva da sola, mantenendo nel frattempo bloccato il sistema creditizio con conseguenze nefande per l'economia. Ma c'è il grosso rischio che la pulizia dei bilanci bancari e la riattivazione del credito avvengano a un **costo enorme** per i contribuenti.

Foto: Tre bandiere di Jasper Johns