



www.lavoce.info

Finanza

PRAGMATICA DIFESA DEL PIANO AMERICANO

di [Luigi Spaventa](#) 29.09.2008

Pur con qualche eccezione, gli economisti criticano aspramente il piano predisposto da Paulson e Bernanke. I giudizi negativi si concentrano in particolare sul prezzo al quale il Tesoro dovrebbe acquistare gli asset problematici, molti dei quali non hanno un mercato e sono difficili da valutare per la loro opacità e complessità. Ma un prezzo intermedio che soccorra le banche e non gravi sulle spalle dei contribuenti potrebbe rappresentare quel livello minimo capace di rivitalizzare i mercati.

Il Troubled Assets Relief Program di Paulson e Bernanke, che dovrebbe garantire al Tesoro Usa fondi per **700 miliardi** di dollari destinati all'acquisto di strumenti finanziari "problematici" (e in particolare titoli garantiti da ipoteca) per rivenderli in un momento successivo o tenerli fino a scadenza, ha suscitato reazioni negative diffuse (e talvolta indignate) tra le migliori e più brillanti menti del mondo dell'economia, seppure con qualche notevole eccezione, come Willem Buiter e Charles Wyplosz. **(1)**

Secondo i critici, lo schema ancorché ispirato, o almeno condiviso, da un trio di eminenti "ex" dell'ambiente, è mal concepito e probabilmente finirà per trasferire denaro dei contribuenti a istituzioni finanziarie che non lo meritano: se un immediato intervento pubblico è necessario, esistono rimedi migliori e più efficaci. **(2)**

QUESTIONE DI PREZZO

Due considerazioni preliminari sulla **tempistica** del piano, e peraltro di ogni altra proposta che abbia quella audacia e quelle dimensioni. In primo luogo, la sua efficacia è limitata dal fatto che arriva troppo tardi, appare una misura da ultima spiaggia, definita in fretta e furia dopo che la crisi è diventata acuta. Una mossa preventiva, attuata prima, avrebbe potuto evitare l'accelerazione del circolo vizioso tra caduta del valore degli asset ed esigenze in termini di capitale e fondi delle istituzioni finanziarie. **(3)**

In secondo luogo, una volta che Tesoro e Fed hanno annunciato congiuntamente il piano di emergenza, con la secca motivazione che è l'unico modo per evitare l'imminente disastro, non fare niente o ritardare artificialmente la sua messa in atto, aumenterebbe l'**incertezza** e precipiterebbe i mercati nel caos.

Ci sono due aspetti collegati nella crisi che attanaglia le istituzioni finanziarie, che ora ridimensionano i loro bilanci tagliando il credito all'economia: illiquidità e valore in calo di alcuni asset; scarsità di capitali: solo il 70 per cento delle perdite accertate sono state finora ripianate con capitale fresco. Il Troubled Assets Relief Program è un tentativo di affrontare il primo aspetto,



www.lavoce.info

mentre i critici sostengono che un intervento pubblico dovrebbe preoccuparsi solo del secondo.

La critica più importante al piano riguarda il **prezzo** al quale il Tesoro dovrebbe acquistare gli asset problematici, molti dei quali non hanno un mercato e sono peraltro difficili da valutare per la loro mancanza di trasparenza e complessità. Secondo i critici, l'inevitabile **discrezionalità** nello stabilirne il prezzo può portare a due risultati: un prezzo mark-to-market, che tuttavia non darà alcun beneficio perché si limiterà a cristallizzare le perdite esistenti o addirittura a svelarne di nuove. Oppure, più probabilmente, un prezzo più alto che pur dando qualche sollievo, trasferisce le perdite dai venditori ai contribuenti, avvantaggiando così ulteriormente quelle istituzioni finanziarie che hanno preso le peggiori decisioni d'investimento. Le proposte alternative sono tutte variazioni su un unico tema: sostenere il **capitale** delle banche. Progetto da attuare attraverso l'acquisto da parte dello Stato delle azioni privilegiate delle banche (Krugman), magari con un ben delineato ma piuttosto complesso schema di acquisto di azioni privilegiate accompagnato da emissioni di azioni ordinarie (Calomiris). Oppure spingendo le società finanziarie a effettuare aumenti di capitale (Rajan) oppure ancora imponendo uno scambio debito-azioni (Zingales Wolf). **(4)**

In generale, poi, non è così solida l'idea che non esista un prezzo che potrebbe soccorrere le società finanziarie senza imporre un costo al contribuente, almeno per alcuni dei titoli problematici. I dati disponibili e anche le proiezioni pessimistiche sugli indici di fallimento mostrano che i prezzi "di mercato" riflettono una bolla negativa e non i valori "corretti": un'indagine approfondita ha portato la Bank of England a concludere che "utilizzare un approccio mark-to-market per stabilire il valore dei titoli illiquidi potrebbe portare a esagerare in modo significativo l'ordine delle perdite che le istituzioni finanziarie potrebbero eventualmente subire". **(5)** Per un'ampia fascia di titoli, perciò, l'alternativa non è così drastica come sostengono i critici: come pensa il presidente Bernanke, esiste un **prezzo intermedio**, abbastanza alto da permettere di venire in soccorso degli istituti in difficoltà, ma anche sufficientemente basso da non infliggere perdite al bilancio. Il vero problema è come scoprire quel prezzo.

ASTE E INIEZIONI DI CAPITALE

La tecnica dell'**asta inversa** di per sé non impedisce comportamenti opportunistici dei venditori sulla base di informazioni asimmetriche. Il direttore del Congressional Budget Office in un importante discorso ha affermato che le condizioni per evitare un simile risultato sono due: l'asta dovrebbe essere per azioni dello stesso asset e non di asset diversi (quindi non differenti prodotti complessi, ma tranche omogenee) e quelle azioni dovrebbero essere distribuite tra molti potenziali venditori. **(6)**

Se l'asta è ben costruita, però, i prezzi così fissati possono rappresentare il **livello minimo** necessario per rianimare i mercati, ricreando in questo modo liquidità. Quello che mi lascia perplesso nel piano americano è casomai l'offerta di denaro contante per l'acquisto di asset problematici invece di titoli di garanzia liquidi.

Le molte alternative basate su **iniezioni di capitale** pubblico e privato non sono neanche esse esenti da problemi. Anzitutto, lasciano irrisolta la questione della illiquidità degli asset: se la caduta dei prezzi continua, le iniezioni di capitale possono in breve dimostrarsi insufficienti (ed è già accaduto). Anche negli schemi alternativi ci sono poi elementi di discrezionalità, e quindi di arbitrarietà: una soluzione obbligatoria per tutti sarebbe eccessivamente invadente, ma scegliere e decidere



www.lavoce.info

l'ammissibilità al salvataggio implicherebbe una scelta discrezionale.

In linea teorica, i due aspetti del problema – illiquidità degli asset e scarsità di capitale – dovrebbero essere affrontati in sequenza. **(7)** Eliminare gli asset problematici dai bilanci delle banche permetterebbe di stabilizzare le perdite subite perché i prezzi avrebbero trovato un livello minimo (o, nel caso di asset immeritevoli, avrebbero definitivamente toccato il fondo). Eliminando l'incertezza, questo dovrebbe incoraggiare in alcuni casi le iniezioni di capitale privato, altrimenti dovrebbe fornire informazioni più accurate sulla necessità dell'intervento pubblico.

Le guerre di religione non aiutano nella ricerca di soluzioni pragmatiche e costruttive.

(1) Di Buitter si veda "A TAD (Toxic Asset Dump) for USSA", FT.com/Mavercom, September 20, 2008 e i commenti a Calomiris e Rajan, FT.com. Per Wyplosz vedi "Why Paulson is (maybe) right, Vox, 22 September, 2008

(2) Nicholas F. Brady, Eugene A. Ludwig, Paul Volcker "Resurrect the Resolution Trust Corp.", *The Wall Street Journal*, September 17, 2008.

(3) Una proposta simile era stata avanzata sul *Financial Times* in aprile e su Vox e in *Policy Insights* del Cepr in maggio.

(4) Di Krugman si veda "Cash for Trash", *The New York Times*, September 21, 2008. Di Calomiris "A matched preferred stock plan for government assistance", in Vox, 22 September 2008. Di Rajan: "Desperate times need the right measures", FT.com, 19 September, 2008. Di Zingales "[Dove sbaglia Paulson](#)", lavoce.info. E di Wolf "Paulson's plan was not a true solution to the crisis", *Financial Times*, 23 September, 2008.

(5) *Financial Stability Report* aprile 2008, p. 20. Ciò vale in particolare per i titoli tripla A: le loro perdite stimate a prezzi di mercato sono almeno l'80 per cento più alte di quelle basate sul modello dei prezzi impliciti. Si veda anche la lettera di Dan McLaughlin di Bank of Ireland Global Markets al *Financial Times* del 25 settembre 2008.

(6) "Federal Responses to Market Turmoil", Statement of Peter. R. Orszag, September 24, 2008. Per un'altra analisi dei costi e benefici, si veda Douglas M. Elmendorf, "Concerns about the Treasury Rescue Plan", Brookings, September 25, 2008.

(7) Vedi Lucien A. Bebchuk, "A plan for addressing the financial crisis", Harvard, Johnson M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper No. 628, September 2008, the *Financial Times* editorial of September 19, 2008, Simon Johnson and James Kak, "The price of salvation", FR.com, Economists' forum, September 25, 2008.