



www.lavoce.info

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

UN PIANO B PER GLI STATI UNITI

di [Luigi Zingales](#) 14.10.2008

Il piano Paulson non funziona. Serve dunque un programma alternativo, che dirotti il denaro pubblico dal sostegno diretto di Wall Street o del cittadino comune a un pacchetto di investimenti in grado di rimettere in moto l'economia. Basato su una idea: permettere una ristrutturazione efficiente dei debiti. Lo Stato dovrebbe limitarsi a definire un quadro normativo che consenta alle famiglie di rinegoziare i mutui sulle case che hanno perso oltre il 20 per cento del loro valore. E alle banche insolventi di chiedere una speciale forma di bancarotta.

Dopo aver puntato una pistola alla testa del Congresso, prefigurando un **tracollo finanziario** se non si fosse arrivati all'approvazione, ora il segretario al Tesoro americano è finalmente arrivato alla conclusione logica che il suo piano non funziona. (...)

Abbiamo bisogno di un'altra soluzione, di un piano B, che riduca nettamente i soldi che lo Stato impegna nel salvataggio di Wall Street e di Main Street per impiegare invece i nostri preziosi dollari in un pacchetto di interventi essenziali per rimettere in moto l'economia.

IL SALVATAGGIO DI MAIN STREET

Supponete di aver comprato una **casa** in California nel 2006 e di averla pagata 400mila dollari, anticipando solo il 5 per cento. Sfortunatamente, il valore dell'immobile è sceso del 30 per cento negli ultimi due anni: avete ora un mutuo di 380mila dollari e una casa che ne vale 280mila. Anche se siete ancora in grado di pagare le rate del mutuo, e probabilmente non lo siete, perché mai dovrete dannarvi l'anima a farlo, quando semplicemente andandovene di casa potreste risparmiare 100mila dollari, più di quanto la maggior parte delle persone riesce a risparmiare in una vita intera?

Quando però il proprietario di casa se ne va, chi ha concesso il mutuo non recupera neanche i 280mila dollari del valore attuale dell'immobile. Il processo di pignoramento richiede del tempo, durante il quale nessuno provvede alla manutenzione della casa, che così perde ulteriore valore. (...)

In passato, quando il mutuo era concesso dalla **banca locale**, esisteva una soluzione semplice a questa enorme inefficienza. La banca condonava parte del mutuo, diciamo un 30 per cento. Si crea così un piccolo guadagno in conto capitale, un incentivo a rimanere nella casa. Ma se il proprietario resta e provvede alla manutenzione dell'immobile, la banca ottiene alla fine l'intero ammontare del nuovo mutuo rinegoziato, senza le ulteriori svalutazioni.

Questa soluzione vantaggiosa per tutti non è proponibile oggi: il mutuo originale è stato venduto e



www.lavoce.info

reimpacchettato in raggruppamenti di titoli garantiti e venduto in tranche con priorità diverse. Non si trova un accordo su chi ha titolo a rinegoziare il mutuo. E una eventuale rinegoziazione potrebbe richiedere l'assenso di almeno il 60 per cento dei creditori, che sono sparsi per tutto il globo: ovviamente, non è possibile. Inoltre, creditori così lontani non sono in grado di decidere se il debitore è un mutuatario corretto, ma sfortunato, o qualcuno che cerca di approfittarsi di chi gli ha prestato il denaro. Nel dubbio, non vorranno tagliare il debito per timore che anche chi è in grado di pagare facilmente le rate, chieda sconti.

È qui che può servire l'intervento statale: invece di ricoprire di denaro le due parti in causa, il governo dovrebbe definire un sistema di rinegoziazione standardizzato, rapido e giusto. Ecco la mia proposta.

Il Congresso dovrebbe varare una legge che ammette la rinegoziazione per tutti i proprietari di casa che vivono in una **determinata area**, definita dal codice di avviamento postale, nella quale il prezzo degli immobili sia sceso di oltre il 20 per cento dal momento dell'acquisto. (...)

La rinegoziazione dovrebbe prevedere una riduzione del valore nominale del mutuo (e dei relativi interessi) in una percentuale uguale alla caduta del valore dell'immobile rispetto al momento dell'acquisto (o del rifinanziamento), stabilita sulla base di un determinato indice immobiliare. **(1)**

In cambio, all'erogatore del mutuo verrebbe riconosciuta una compartecipazione al momento della vendita dell'immobile, anche se, fino ad allora, il proprietario si comporterebbe come se fosse nel pieno possesso della casa. Solo al momento della vendita, il **50 per cento** della differenza tra il prezzo di vendita e il nuovo valore del mutuo verrebbe restituito a chi lo ha erogato. (...)

Due i motivi per la scelta di compartecipazione. In primo luogo, fa sì che la rinegoziazione sia **svantaggiosa** per i proprietari che non ne hanno bisogno. Per esempio, è un'opzione molto costosa per chi ha fatto un importante investimento di capitale nella casa, e che non ha bisogno di alcuna ristrutturazione del debito perché non è a rischio di fallimento. In secondo luogo, riduce il **costo di rinegoziazione** per le istituzioni che erogano il prestito, minimizzando i problemi per il sistema finanziario. (...)

Il grande vantaggio del programma è che aiuta i proprietari di casa bisognosi senza alcun costo per il governo federale e al costo più basso possibile per il creditore. Inoltre, mette fine ai fallimenti originati da mutui, rallentando il flusso di case sul mercato e così riducendo la pressione al ribasso sui **prezzi immobiliari**. Attraverso la stabilizzazione del mercato immobiliare, il piano impedisce un ulteriore peggioramento nei bilanci delle istituzioni finanziarie. Non risolve tuttavia il problema della loro grave sottocapitalizzazione, per la quale è necessaria la seconda parte del piano.

IL SALVATAGGIO DI WALL STREET

Il piano di salvataggio di Wall Street si basa sulla stessa idea: facilitare una rinegoziazione efficiente.

La differenza principale tra il piano Main Street e quello Wall Street è la facilità di indicare un **valore** per le attività problematiche. È relativamente semplice stimare il valore attuale di un immobile: basta



www.lavoce.info

conoscere il prezzo di acquisto e la caduta del valore della casa intervenuta nel frattempo (attraverso l'indice Case-Shiller). Per le banche, invece, la stima è difficile a causa della mancanza di trasparenza. (...)

Il Congresso dovrebbe allora varare una legge che istituisce una nuova forma di **bancarotta preconfezionata**, che permetta alle banche di ristrutturare il debito e ripartire con i prestiti di denaro. Bancarotta "preconfezionata" significa che tutti i suoi termini sono stabiliti in anticipo e le banche possono dichiararla senza indugi: è necessaria solo la firma di un giudice federale.

Nel settore privato, i termini della bancarotta sono in genere concordati tra le parti interessate, la novità in questo caso è che i termini sono invece predefiniti dal governo, velocizzando così l'intero processo. I vecchi azionisti delle imprese che scelgono di aderire a questa particolare forma di bancarotta sarebbero spazzati via, mentre i debiti (titoli commerciali o obbligazioni) sarebbero trasformati in azioni. Ciò renderebbe le banche immediatamente solide, garantendo un ampio capitale di riserva. Per come stanno le cose oggi, le banche hanno perso così tanto nei mutui spazzatura che la loro capitalizzazione è vicina a zero, in altre parole sono vicine all'insolvenza. Trasformando i **debiti** delle banche in **azioni**, questo particolare esempio di Chapter 11 renderebbe le banche di nuovo solventi e pronte a prestare denaro ai loro clienti.

Naturalmente, alcuni degli attuali azionisti potrebbero non essere d'accordo sul fatto che la banca sia insolvente e sentirsi espropriati da un procedimento che li cancella dall'azionariato. Dopo la richiesta di bancarotta, dovrebbe essere allora concessa agli azionisti una settimana per riacquistare il debito dai creditori, pagando il **valore nominale** del debito. Ogni azionista dovrebbe decidere individualmente: se pensa che la società sia solvibile, paga la sua quota di debito e rientra in possesso della sua quota di azioni, altrimenti lascia perdere.

Il mio piano esclude i depositi individuali che sono protetti da una assicurazione federale. Ed escluderei anche gli swap credito-fallimento e i contratti repo per evitare il potenziale effetto a catena sul sistema, puntualmente verificatosi invece per non aver ammesso Lehman Brothers a una procedura di questo tipo: basterebbe specificare nell'apposito codice della bancarotta speciale che le banche che l'accettano non sono da considerarsi fallite per quanto concerne tali contratti.

Ma quali strumenti dovrebbe utilizzare il governo per indurre le banche insolventi, e solo quelle, ad accedere alle procedure speciali di bancarotta? Per esempio, sfruttando i **debiti a breve termine**. Se sono inclusi anch'essi nella ristrutturazione, i creditori a breve termine cominceranno a nutrire dubbi e se credono che le istituzioni possano rivelarsi insolventi, ritireranno il loro denaro appena possibile, per paura di essere coinvolti nella ristrutturazione. Così facendo, daranno luogo a una crisi di liquidità che costringerà le istituzioni a richiedere la speciale forma di bancarotta.

Un meccanismo alternativo passa attraverso la limitazione dell'**accesso alla liquidità** garantito dalla Fed. Oggi le banche, commerciali o d'investimento, possono ricorrere alle "discount window" della Fed, possono cioè ottenere denaro a tassi di interesse ragionevoli dietro alcune garanzie. Nella mia proposta, solo le banche che hanno accettato la forma speciale di bancarotta possono accedere alla discount window. In questo modo, le istituzioni finanziarie solide, che non hanno bisogno di liquidità, non sono costrette a passare attraverso il processo di ristrutturazione, mentre quelle insolventi corrono a richiederla per evitare l'acquisizione da parte del governo.



www.lavoce.info

E se le istituzioni titolari del debito, che domani saranno titolari di azioni, sono sottoposte a regolamenti o contratti che impediscono il possesso di azioni? Per evitare una vendita massiccia di azioni, che avrebbe effetti negativi sui prezzi di mercato, è sufficiente prevedere una norma che dà a queste istituzioni due anni per adempiere alle regole. Era la pratica normale ai vecchi tempi, quando le banche non potevano detenere azioni, ma erano costrette a entrarne in possesso nel corso di una ristrutturazione.

I vantaggi di questo approccio sono tre. Primo, **ricapitalizza** il settore bancario senza costi per il contribuente. Secondo, toglie al governo il difficile compito di indicare un **prezzo** per attività dissestate. Se il debito è convertito in azioni, il suo valore totale non cambia, cambia solo la natura giuridica di chi lo reclama. Terzo, toglie al governo la possibilità di giocare a fare Dio: non può decidere quali banche possono vivere e quali morire, sarà il **mercato** a prendere quelle decisioni.

DOMANI È TROPPO TARDI

Gli Stati Uniti, e probabilmente il mondo intero, sono alle prese con la più grave crisi dai tempi della Grande Depressione e ai governi si chiede di intervenire. Ma come? Finora, il Tesoro americano sembra aver seguito i consigli di Wall Street: buttare denaro pubblico per affrontare i problemi. Ma il conto sale rapidamente: se non ci fermiamo, lasceremo ai nostri figli un debito pubblico dal peso insopportabile.

(1) Per calcolare la diminuzione del valore dell'immobile si dovrebbe far riferimento all'indice di Chip Case e Robert Shiller, che hanno elaborato una misura affidabile dei mutamenti di prezzo delle case a livello di codice postale.