

È giusto cartolarizzare i mutui?

di Arnold Kling

Come Humpty Dumpty, la cartolarizzazione dei mutui ha subito una brutta caduta. Molti osservatori presumono che, se non proprio tutti i cavalli e i soldati del re, debbano essere almeno le decisioni politiche delle autorità a rimettere in piedi lo strumento della cartolarizzazione. In questo breve saggio mi propongo di mettere in discussione questa idea.

La prima parte di questo paper descriverà il funzionamento delle cartolarizzazioni effettuate da Freddie Mac verso la fine degli anni Ottanta, nel periodo in cui collaboravo con questa grande impresa a garanzia pubblica (*government sponsored enterprise*). In questo modo potrò introdurre i concetti di “rischio di tasso” (*interest rate risk*) e di “rischio di credito” (*credit risk*) nella finanza dei mutui.

La seconda parte del paper descriverà le vicende avvenute nel settore dei mutui dalla metà degli anni Ottanta fino al termine del decennio successivo, quando Fannie Mae e Freddie Mac hanno iniziato ad assumersi un maggiore rischio di tasso. Nella terza parte esaminerò in che modo si è evoluta la situazione nel corso degli ultimi dieci anni, un periodo in cui il procedimento per la determinazione e la gestione del rischio di credito è cambiato, con l'avvento della cartolarizzazione “a etichetta privata” e con la crescita del numero di mutui *subprime*.

La quarta parte del paper illustrerà le diverse possibilità di ripristinare la cartolarizzazione dei mutui, mentre la sezione conclusiva prenderà in considerazione l'intera questione con maggiore distacco ed esaminerà il rischio di tasso e il rischio di credito dal punto di vista delle politiche pubbliche. Le politiche seguite dalle autorità influiscono sull'assegnazione del rischio di credito e del rischio di tasso nei mercati dei capitali. Quali sono i costi e i benefici sociali dei diversi modelli di allocazione? La mia tesi è che i responsabili politici debbano tornare al sistema di finanziamento dell'edilizia abitativa precedente all'avvento del metodo della cartolarizzazione, un sistema in cui gli istituti di deposito avevano la responsabilità di gestire sia il rischio di credito, sia il rischio di tasso di tutti i mutui.

Freddie Mac nel 1989

Nel dicembre 1986 entrai in Freddie Mac in qualità di economista. Circa un anno e mezzo più tardi venni promosso a direttore della divisione prezzi/analisi dei costi, alle dipendenze del vicepresidente Ricerche Finanziarie. Il mio in-

Arnold Kling è un economista membro del Financial Markets Working Group del Mercatus Center presso la George Mason University. Negli anni Ottanta e Novanta è stato economista presso la Federal Reserve Board e Freddie Mac. Il suo blog è all'indirizzo econlog.econlib.org.

carico consisteva nella supervisione dei modelli utilizzati per la gestione di rischio di credito e rischio di tasso.

All'epoca gran parte della mia attenzione era dedicata al rischio di credito. Freddie Mac "impacchettava" i mutui ipotecari che aveva concesso, convertendoli in titoli che poi venivano collocati sul mercato. Qualora il beneficiario di un mutuo non fosse stato in grado di fare fronte al pagamento delle rate, trovandosi così in condizione di inadempienza, Freddie Mac avrebbe dovuto versare l'equivalente dell'intero valore del mutuo stesso al proprietario del titolo corrispondente, per poi cercare di recuperare il possibile pignorando l'immobile. In tal modo Freddie Mac metteva i proprietari dei titoli mobiliari al riparo dal rischio di credito. Questo settore d'attività era il cosiddetto "segmento garantito", in quanto Freddie Mac garantiva che gli investitori che acquistavano i titoli basati sul suo portafoglio di mutui non avrebbero dovuto preoccuparsi dell'insolvenza dei singoli titolari.

Una variazione dei tassi d'interesse di mercato avrebbe potuto avere ripercussioni sui flussi di cassa dovuti all'investitore in mutui ipotecari. In virtù del fatto che Freddie Mac accorpava quasi tutti i mutui garantiti in titoli "di passaggio" (*pass-through securities*), sul finire degli anni Ottanta questa società era soggetta ad un rischio di tasso minimo. Tale rischio era invece sostenuto dagli investitori che acquistavano i titoli ipotecari emessi da Freddie Mac e contavano sul flusso di cassa che veniva loro trasmesso (*pass-through*). È importante osservare che all'epoca vi erano importanti differenze tra Freddie Mac e Fannie Mae: tradizionalmente, quest'ultima finanziava con debito la gran parte delle ipoteche che acquistava, piuttosto che con titoli ipotecari di passaggio. In tal modo, Fannie Mae si assumeva un rischio di tasso.

Il rischio di tasso deriva dal fatto che generalmente, negli Stati Uniti, i mutui ipotecari sono strutturati come mutui trentennali a tasso fisso con possibilità di estinzione anticipata. Ciò significa che l'entità che riceve i flussi di cassa prodotti dal mutuo (ossia il creditore ipotecario) deve affrontare il difficile problema di come adeguare il finanziamento ai flussi prodotti dall'ipoteca.

Supponiamo che l'interesse praticato sul mutuo sia pari all'8 per cento e che il creditore ipotecario finanzi la propria posizione emettendo un'obbligazione a scadenza quinquennale a un interesse del 7 per cento. A patto che il tasso d'interesse rimanga invariato, dopo cinque anni il creditore può emettere una nuova obbligazione quinquennale al 7 per cento. Se tale situazione persistesse per trent'anni, è chiaro che il creditore ipotecario può realizzare un profitto.

Supponiamo invece che, dopo due anni, i tassi d'interesse praticati sul mercato calino di due punti percentuali. Il mutuatario può approfittarne ottenendo un nuovo credito ipotecario al 6 per cento, avvalendosi del ricavato per ripagare interamente la precedente linea di credito. Il creditore originario si trova a dover versare ancora per tre anni gli interessi sull'obbligazione quinquennale al 7 per cento emessa inizialmente. Tuttavia, esso non può trovare investimenti che rendano più del 6 per cento praticato in quel momento sul mercato e, per tale motivo, subisce una perdita. Questo fenomeno viene detto rischio di estinzione ed equivale al costo dell'opzione contrattuale di estinzione anticipata.

Di contro, supponiamo che dopo due anni il tasso d'interesse di mercato cresca di due punti percentuali e che l'aumento sia permanente. In tal caso il mutuatario cercherà di mantenere invariate le condizioni del mutuo il più a lungo possibile, mentre il finanziamento del suo creditore si esaurirà dopo cinque anni. Allo scadere del lustro, il creditore ipotecario dovrà cercare di ottenere un nuovo finanziamento ad un tasso del 9 per cento. Anche in questo caso il creditore dovrà registrare una perdita. Questo caso può

essere definito nei termini di un “rischio di durata” (*duration risk*), giacché i flussi di cassa derivanti dal mutuo hanno una durata superiore (l’ultima rata verrebbe riscossa solo dopo trent’anni dalla data di accensione dell’ipoteca) delle sofferenze del creditore (nel nostro esempio, un’obbligazione quinquennale).

Quando arrivai in Freddie Mac i suoi principali concorrenti erano rimasti scottati dal rischio di durata. Alla fine degli anni Sessanta e nei primi anni del decennio successivo i tassi d’interesse praticati sui mutui ipotecari si aggiravano intorno al 6 per cento. All’inizio degli anni Ottanta il loro livello era più che raddoppiato. Nel 1982 Fannie Mae, che all’epoca finanziava i mutui di cui era creditrice per mezzo di debito di medio periodo, registrava perdite di un milione di dollari al giorno. Più importante ancora, il settore delle finanziarie (*savings & loans*), che finanziava i propri mutui per il tramite di depositi di breve periodo, era in bancarotta.

Per tale motivo, all’inizio degli anni Ottanta il finanziamento dei mutui per mezzo di depositi di breve periodo era considerato un metodo ormai screditato. La cartolarizzazione (*securitization*), che permetteva di trasferire il rischio di tasso a istituti quali fondi pensione e compagnie di assicurazioni, appariva un metodo di finanziamento decisamente superiore.

Il vero problema della cartolarizzazione consisteva nella gestione del rischio di credito. Per questo si sono rese necessarie politiche più opportune in merito a prezzi, capitale e gestione del rischio.

Per quanto riguarda i prezzi, il nostro obiettivo era quello di assegnare a ciascun mutuo un valore in relazione al rischio. Avevamo specificato una distribuzione di probabilità per i prezzi delle case e operavamo in base all’assunto che le eventuali perdite dovute all’inadempienza dei mutuatari si sarebbero verificate ogniqualvolta i prezzi dei singoli immobili fossero scesi al di sotto dell’ammontare del mutuo ancora da estinguere. Pertanto la commissione di garanzia praticata su un mutuo pari all’80 per cento del valore dell’immobile sarebbe stata superiore a quella su un mutuo pari al 60 per cento di tale valore.

La nostra politica sui capitali era connessa a quello che chiamavamo lo “scenario Moody’s”, giacché ci era stato suggerito dall’omonima agenzia di rating, sulla base di quanto era avvenuto durante la Grande Depressione. Secondo tale prospettiva, il prezzo medio delle case si sarebbe ridotto del 10 per cento all’anno per quattro anni, per poi stabilizzarsi. Sebbene l’andamento medio del prezzo degli immobili nell’ambito dello “scenario Moody’s” fosse quello appena descritto, avevamo comunque simulato una distribuzione dei prezzi delle case, nella quale alcuni valori calavano di un valore superiore o inferiore alla media prevista dallo scenario stesso. Avevamo quindi calcolato le perdite complessive nell’ambito di questo quadro, presumendo di necessitare di capitali sufficienti a fronteggiare tali perdite. A quel punto potevamo stabilire il prezzo di questi capitali, espresso nella commissione di garanzia. Questo metodo penalizzava ulteriormente i mutui a rischio relativamente elevato, come quelli garantiti da immobili in locazione o quelli contraddistinti da un alto rapporto mutuo-valore dell’immobile.

Stabilire il prezzo da attribuire al rischio non presenta problemi, a patto che il procedimento seguito dal soggetto che concede il mutuo sia standardizzato. Purtroppo tali procedimenti non erano controllati da Freddie Mac e, pertanto, dovevamo venire alle prese con il classico problema mandante-mandatario (*principal-agent problem*). Le agenzie immobiliari che concedevano mutui avevano l’incentivo ad aumentare il loro volume d’affari, indipendentemente dalla qualità delle ipoteche. Per farsi un’idea del problema che dovevamo affrontare, basta immaginare l’eventualità di avere rapporti d’affari con un’agenzia il cui scopo sia quello di concedere una serie di mutui fraudolenti, per

poi scomparire con le commissioni d'agenzia, o addirittura con l'intero ammontare dei mutui. Freddie Mac avrebbe indubbiamente cessato i rapporti con questo soggetto, ma il medesimo losco individuo avrebbe potuto tranquillamente trasferirsi in un'altra zona e aprire bottega sotto un diverso nome.

Allo scopo di venire alle prese con questo problema, Freddie Mac si avvaleva di svariati strumenti (e Fannie Mae utilizzava misure analoghe):

- Un sistema di “qualificazione” per i venditori: affinché una finanziaria immobiliare potesse trasferire le proprie ipoteche a Freddie Mac era necessario dimostrare di disporre di personale esperto e di capitali sufficienti a riacquistare l'ipoteca nel caso il mutuo fosse stato concesso con procedure improprie.
- Una guida per il venditore, che descriveva dettagliatamente le procedure e le norme che le agenzie immobiliari dovevano seguire nel corso dell'approvazione o del rifiuto di una richiesta di mutuo.
- Obblighi contrattuali: i rivenditori erano tenuti a presentare garanzie e dichiarazioni contrattuali che dimostrassero la loro osservanza della nostra guida.
- Controllo di qualità: Freddie Mac esaminava a campione la documentazione relativa ai mutui di ciascuna agenzia. Le eventuali ipoteche che avessero violato le garanzie e le dichiarazioni contrattuali venivano restituite al rivenditore.

Tutte queste procedure di gestione del rischio comportavano costi, e nessuna di esse era perfetta. I problemi di mandante-mandatario causati dalla cartolarizzazione erano inevitabilmente complessi e non smettevamo mai di aggiustare i nostri sistemi allo scopo di migliorarli.

Freddie Mac e Fannie Mae conquistano il dominio

Verso la metà degli anni Ottanta l'inflazione e i tassi d'interesse iniziarono a scendere. La nuova situazione fece sì che il finanziamento dei mutui per mezzo di debiti di medio periodo risultasse redditizio. Di fatto, la continua riduzione dei tassi d'interesse mise in rilievo il rischio dovuto all'estinzione anticipata dei mutui. I titolari di ipoteche incontravano difficoltà sempre maggiori nel tutelarsi da drastiche riduzioni dei tassi d'interesse, che inducevano i mutuatari a rifinanziare il proprio debito, mentre i loro creditori dovevano continuare a versare gli interessi sul loro debito di medio periodo.

Fannie Mae escogitò una soluzione al problema dell'estinzione anticipata emettendo il cosiddetto debito riscattabile anticipatamente (*callable debt*). Per esempio, la società poteva emettere un'obbligazione decennale che, qualora i tassi d'interesse fossero crollati, poteva estinguere dopo cinque anni al valore nominale. Di fatto questo sistema trasferiva il rischio di estinzione anticipata da Fannie Mae agli investitori che avevano acquistato le sue obbligazioni. In cambio, la società pagava un tasso d'interesse leggermente più alto.

In ultima analisi, l'innovazione del debito rimborsabile produsse un drastico cambiamento del mercato ipotecario, minando alla radice il modello di Freddie Mac, che comportava l'emissione di titoli di passaggio. Gli investitori preferivano la relativa semplicità e trasparenza del debito rimborsabile. Negli anni Novanta, quindi, Freddie Mac seguì le orme di Fannie Mae e divenne un “portfolio lender”, vale a dire che rimaneva proprietaria dei propri titoli ipotecari che finanziava per il tramite di debito rimborsabile.

La raccolta ipotecaria effettuata attraverso il debito riscattabile fu così efficiente che nel 2003 Fannie Mae e Freddie Mac detenevano circa la metà dell'ammontare dei debi-

ti ipotecari degli Stati Uniti. Questa posizione di dominio è stata però messa in discussione da altre innovazioni, di cui discuteremo più tardi.

La cartolarizzazione diventa “private label”

I vantaggi della cartolarizzazione derivano dal fatto che gli investitori non devono incorrere nella spesa e nel fastidio di esaminare accuratamente i singoli mutui ipotecari sottostanti, e cioè che garantiscono i titoli che hanno acquistato. L'investitore conosce i tipi di mutuo e i tassi di interesse praticati sui mutui che compongono il “pacchetto” di titoli, ossia dispone delle informazioni necessarie per gestire il rischio di tasso. Gli investitori, tuttavia, in virtù della garanzia offerta da Freddie Mac e Fannie Mae, presumono di essere interamente isolati dal rischio di credito.

Tali garanzie erano credibili grazie alla solidità dimostrata in passato dalle due società. L'aspetto più importante, tuttavia, è che le garanzie risultavano credibili soprattutto perché si riteneva che fosse politicamente inaccettabile permettere un loro eventuale fallimento.

Vi sono mutui che Freddie Mac e Fannie Mae non potevano garantire a causa dei limiti imposti per legge all'entità delle ipoteche che le due società potevano acquistare. Si aggiunga che, una decina di anni fa, vi erano mutui che esse non avrebbero comunque accettato di garantire, perché la caparra versata era troppo esigua o il passato finanziariamente poco solido del creditore rendevano troppo alto il rischio di insolvenza dell'ipoteca.

Una decina di anni fa iniziarono a presentarsi svariate innovazioni in grado di sostituire la garanzia di Freddie Mac e Fannie Mae, facendo sì che i titoli *private label* potessero entrare in concorrenza con quelli delle due società. Il cosiddetto credit score (un indice qualitativo sintetico) del mutuatario offriva una semplice misura quantitativa del suo credito. I titoli strutturati permettevano di redistribuire il rischio di credito: con questo sistema i titolari subordinati si assumevano la maggior parte del rischio, mentre sui detentori senior gravava solo quello che rimaneva. Le varie *tranches* erano valutate dalle agenzie di *rating*; in tal modo gli investitori potevano trattare i titoli *private label* qualificati AAA alla stessa stregua di quelli emessi da Freddie Mac e Fannie Mae (questa pratica venne formalmente convalidata dai regolatori del settore bancario con una decisione entrata in vigore a partire dal 1 gennaio 2002). Per maggiore tranquillità, il detentore di un titolo poteva acquistare un *credit default swap*, quella sorta di polizza che lo avrebbe risarcito nel caso in cui il pagamento del capitale che garantiva il suo titolo fosse stato a rischio.

Con tutti questi livelli di tutela, i detentori dei titoli cartolarizzati non avevano alcuna necessità di esaminare le ipoteche sottostanti. Di fatto, non è evidente chi dovesse assumersi questa responsabilità. Nel caso della cartolarizzazione di mutui posseduti da Freddie Mac e Fannie Mae, la responsabilità di gestire, misurare e sopportare il rischio di credito era chiaramente delle due società. Nel caso della cartolarizzazione *private label*, queste funzioni erano disperse. Le società finanziarie di Wall Street che “impacchettavano” i titoli non avevano alcuna esperienza con le funzioni di gestione del rischio necessarie per garantire gli standard qualitativi nella creazione dell'ipoteca. La responsabilità di misurare il rischio di credito gravava principalmente sulle agenzie di rating, ma queste ultime non erano esposte al rischio concreto. Col senno di poi, è facile capire che l'incentivo a mostrare eccessiva generosità nella valutazione di rischio di questi titoli era eccessivamente alto.

Verso il termine della fase di espansione del mercato immobiliare statunitense, le procedure di gestione del rischio peggiorarono anche per Freddie Mac e Fannie Mae. La cartolarizzazione *private label* e la crescita del mercato dei mutui *subprime* stavano causando una forte riduzione della quota di mercato delle due società. Oggi è evidente che Freddie Mac e Fannie Mae avrebbero dovuto semplicemente mantenere i vecchi standard di capitale e i collaudati controlli di gestione del rischio. All'epoca, tuttavia, entrambe le società nutrivano dubbi sempre più forti sulla validità dei metodi tradizionali. Iniziarono così ad allentare gli standard di giudizio della qualità delle ipoteche, a mantenere capitali insufficienti in relazione al rischio di credito e ad acquistare titoli garantiti da mutui *subprime* basandosi sulla valutazione delle agenzie di rating, anziché sulla disamina approfondita dei rischi inerenti ai mutui. Di conseguenza, quando giunse la crisi, le due società non erano in condizione di sostenere le perdite.

Aggiustare la cartolarizzazione?

Il 30 aprile 2009 Gillian Tett ha tenuto una conferenza presso la London School of Economics.¹ Alla Tett, che ha scritto quello che probabilmente è il miglior libro apparso finora sulle origini della crisi finanziaria,² è stata posta una domanda sulle ripercussioni del fallimento di Lehman Brothers. Nella sua risposta la giornalista affermò che il crollo del mercato dei titoli cartolarizzati era l'equivalente dello svegliarsi un bel mattino e scoprire che internet e cellulari non funzionavano più.

Nella comunità finanziaria l'opinione comune è che la cartolarizzazione dev'essere semplicemente messa a posto. La domanda è come ciò sia possibile.

La cartolarizzazione funzionava perché i detentori dei titoli presumevano di non essere esposti al rischio di credito. Questo sistema andò in pezzi non appena le inadempienze sui mutui raggiunsero un livello tale che i detentori dei titoli cartolarizzati non si sentivano più del tutto sicuri di essere immuni al rischio di credito. Affinché la cartolarizzazione dei mutui ipotecari possa riprendere a funzionare, sarà necessario che il rischio di credito venga assorbito in maniera credibile da soggetti diversi dai detentori dei titoli.

Il rischio di credito sui mutui comprende sia un fattore di rischio "sistemico" sia un rischio "peculiare" (*idiosyncratic risk*), specificamente connesso ai singoli strumenti finanziari. In questo contesto, il rischio sistemico equivale al rischio che le condizioni del mercato dell'edilizia abitativa nel suo complesso volgano nettamente al peggio. Il rischio peculiare equivale al rischio che le agenzie che hanno concesso i mutui contaminino il processo di cartolarizzazione con ipoteche scadenti o fraudolente.

Il funzionamento della cartolarizzazione *private label* non dispone di solidi meccanismi per venire alle prese con il rischio peculiare. Recentemente il Tesoro degli Stati Uniti ha pubblicato le proprie raccomandazioni per la riforma del settore finanziario tra le quali vi era la proposta che gli originatori di mutui (ossia le agenzie che li concedono) conservino una quota del 5 per cento delle ipoteche che trasferiscono alla cartolarizzazione. Questa proposta mi pare abbastanza rozza: il 5 per cento è troppo per un *broker* ipotecario onesto, ma a corto di capitale, ma al tempo stesso è troppo poco per poter scoraggiare i tentativi di frode più seri. Mantenere una quota del 5 per cento non è

1 Una registrazione audio della conferenza è disponibile agli indirizzi <http://www.lse.ac.uk/collections/LSEPublicLecturesAndEvents/events/2009/20090311t1935z001.htm> e <http://www.creditwritedowns.com/2009/05/fool's-gold-gillian-tett-lectures-on-shadowy-world-of-derivatives.html>.

2 Gillian Tett, *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*, New York, The Free Press, 2009.

una vera penalizzazione, se lo scopo è quello di svignarsela con il 100 per cento del valore del mutuo.

Uno dei problemi di fondo della cartolarizzazione *private label* consiste nel fatto che nessuno è responsabile delle funzioni per la gestione del rischio peculiare (procedure per qualificare i rivenditori di ipoteche, istituire e far rispettare linee guida e così via). Per venire alle prese con questo genere di rischio, è necessario che un qualche soggetto si assuma tale responsabilità.

Un altro problema che si presenta con tutte le forme di cartolarizzazione dei mutui consiste nel rischio sistemico. Al punto in cui siamo, non esiste una sola società nel settore privato che possa garantire in modo credibile di isolare i detentori dei titoli dal rischio di sistema. Se Freddie Mac, Fannie Mae e AIG non sono in grado di procedere senza il sostegno delle autorità federali, allora non vi è alcuna possibilità di assistere ad un ritorno della cartolarizzazione senza che il governo intervenga come garante di ultima istanza.

Qualcuno ha avanzato l'ipotesi che le autorità offrano un sostegno grosso modo in linea con il "modello GNMA". GNMA, detta anche Ginnie Mae, è una corporation di proprietà pubblica che opera nel settore dei mutui più o meno come un tempo facevano Freddie Mac e Fannie Mae. In realtà, questa proposta mi sembra insensata: GNMA "impacchetta" mutui garantiti dalla Federal Housing Administration (FHA) e dal Department of Veteran Affairs e non si assume alcun rischio creditizio. Le eventuali perdite vengono invece assorbite dagli enti federali dai quali ottiene i mutui.

Sarebbe possibile avvalersi del "modello GNMA" nell'intero mercato ipotecario solo se la FHA garantisse ogni singolo mutuo. Purtroppo la FHA non è neppure in grado di assegnare il prezzo più opportuno al rischio di credito nella propria nicchia di mercato e al momento sta registrando perdite cospicue, creando considerevoli sofferenze a danno dei contribuenti.

Una diversa proposta è quella che definisco "il sogno erotico di Wall Street"³ e consisterebbe nella creazione di un ente pubblico che dovrebbe comportarsi come faceva Freddie Mac verso la fine degli anni Ottanta. In pratica, questa società si assumerebbe interamente il rischio creditizio del processo di cartolarizzazione, ma non conserverebbe alcun titolo nel proprio portafoglio. Dal punto di vista di Wall Street si tratterebbe della situazione ideale, in quanto massimizzerebbe la circolazione di titoli garantiti da ipoteche, invece di lasciarli intrappolati nei bilanci di Freddie Mac e Fannie Mae. Il risultato sarebbe un ente che non sopporterebbe alcun rischio di tasso (fattore che Freddie Mac e Fannie Mae riuscivano a gestire in modo eccellente) e sul quale graverebbe per intero il rischio di credito (ossia l'elemento che ha prodotto il crollo delle due società).

Il modello del "sogno erotico di Wall Street" garantirebbe che i titoli ipotecari possano essere scambiati in modo sicuro e redditizio. L'eventuale agenzia governativa avrebbe la responsabilità di gestire il rischio peculiare venendo alle prese con gli emittenti di mutui ipotecari. Inoltre dovrebbe determinare il prezzo per il rischio sistemico che scaturisce dalle fluttuazioni dei mercati immobiliari a livello regionale e nazionale. In definitiva, il rischio di sistema graverebbe sui contribuenti. In tal modo, i profitti del settore delle cartolarizzazioni verrebbero interamente privatizzati, mentre il rischio di credito sarebbe del tutto socializzato. Se pensiamo ai rapporti che esistono tra Washington e

3 Per un esempio del genere di proposta che sto per descrivere, si veda Harley S. Bassman, "GSE's: The Denouement," reperibile all'indirizzo <http://www.zerohedge.com/sites/default/files/RateLab%20GSE%20Denouement.pdf>.

Wall Street, è facile pensare che questo è il modello che raccoglierà il più vasto sostegno politico.

Tornare al modello Savings & Loans

Gli esponenti politici americani potrebbero prendere in considerazione l'ipotesi di tornare al sistema di finanziamento dei mutui che avevamo quaranta anni fa. Le ipoteche venivano concesse e detenute da società che le finanziavano per il tramite dei depositi fatti dai risparmiatori. Erano le cosiddette *savings & loans*.

Le società *savings & loans* non avevano i problemi di mandante-mandatario che affliggono la cartolarizzazione. L'emittente del mutuo era controllato dall'istituto che avrebbe iscritto a bilancio il mutuo stesso. La gestione del rischio peculiare, quindi, era internalizzata.

Al fine di gestire il rischio di sistema, i regolatori potrebbero imporre agli istituti di deposito norme in materia di capitali e assoggettarli a *stress test*. I detentori di ipoteche che vogliono approfittare dell'assicurazione sui depositi dovrebbero disporre di capitale sufficiente a fare fronte ad un eventuale crollo dei prezzi delle case.

Il difetto più grosso del modello delle *savings & loans* è che questo tipo di istituti non è stato in grado di gestire il rischio di tasso. Negli anni Settanta, quando il tasso d'inflazione e i tassi d'interesse si impennarono, queste società finanziarie scoprirono che le ipoteche presenti nel loro portafoglio avevano tassi d'interesse decisamente inferiori a quelli di mercato.

Vi sono svariati modi per migliorare il funzionamento del modello *savings & loans*. Uno di essi consiste nel condurre la politica monetaria in modo tale da stabilizzare il tasso d'inflazione, come ha fatto la Fed dall'inizio degli anni Ottanta.

Un altro sistema sarebbe quello di favorire i mutui a tasso variabile. Non si tratterebbe necessariamente dei mutui "esca" (*teaser*) ad alto rischio che hanno raggiunto una pessima fama negli ultimi anni. Questo genere di mutui potrebbe funzionare in modo analogo ai mutui a rinnovo (*rollover mortgage*) canadesi, nei quali il tasso d'interesse viene rinegoziato ogni cinque anni. Tali mutui avrebbero un ammortamento trentennale e partirebbero al tasso d'interesse vigente sul mercato, anziché ad un tasso artificialmente ridotto (come nel caso dei mutui *teaser*). Se i tassi d'interesse dovessero salire repentinamente in un dato periodo di cinque anni, potremmo attenderci che anche il reddito del mutuatario sia parimenti cresciuto, di modo che l'onere imposto dal mutuo non sarebbe significativamente maggiore rispetto all'inizio.

I difensori della cartolarizzazione sosterranno che sarebbe molto più efficiente finanziare le ipoteche nel mercato dei capitali. A questa ipotesi oppongo due repliche. In primis, che la presunta efficienza della cartolarizzazione non è stata dimostrata dal mercato. I titoli ipotecari sono una creazione artificiale delle autorità di governo, a partire da GNMA e Freddie Mac. La seconda replica è che un aumento dell'efficienza della cartolarizzazione dei mutui ha l'effetto di distogliere i capitali da altri usi e che non è necessariamente vero che questo dirottamento di capitali sia la cosa migliore per la società. Negli ultimi anni la regolamentazione dei capitali delle banche ha distorto enormemente il costo che comporta il possesso di ipoteche rispetto al possesso di titoli ipotecari, a netto favore di questi ultimi. In un mercato interamente libero non è certo che si affermerebbe la cartolarizzazione, specialmente alla luce delle recenti esperienze.

Nella migliore delle ipotesi, si può dire che la cartolarizzazione abbia ridotto il tasso d'interesse praticato sui mutui di un valore pari a un quarto dell'1 per cento rispetto alle

ipoteche che non potevano essere cartolarizzate. Anche ipotizzando che fosse possibile istituire un sistema di cartolarizzazione garantita dalle autorità in grado di realizzare un'analoga riduzione dei tassi d'interesse sui mutui, siamo davvero certi che si tratterebbe di un obiettivo da perseguire?

Se raffrontata ai rischi che gli enti pubblici dovrebbero assumersi al fine di garantire il funzionamento della cartolarizzazione, mi pare che la riduzione dello 0,25 per cento dei tassi d'interesse praticati sui mutui non sia un vantaggio comparabile. Ciò è vero a maggior ragione se consideriamo i possibili usi alternativi dei capitali necessari. Se i tassi sui mutui risulteranno leggermente più elevati rispetto a quelli che avremmo nel sistema più efficiente, l'effetto sarà che alcuni capitali verranno destinati ad altri impieghi, con il risultato che i tassi d'interesse praticati ad aziende e consumatori per altri tipi di prestito saranno inferiori. Non è di per sé evidente che, per la società, i mutui ipotecari siano preferibili ad altri usi del capitale. Se dovessimo riscontrare che il modello "origina e detieni" non ha la medesima efficienza della cartolarizzazione allo scopo di produrre tassi d'interesse ridotti sui mutui, non sarebbe una tragedia.

Per far rinascere il sistema di cartolarizzazione, i contribuenti dovrebbero essere assoggettati a forti rischi. I benefici sociali sarebbero esigui o addirittura inesistenti. La cosa migliore da fare con i cocci del nostro Humpty Dumpty cartolarizzato è gettarli nella spazzatura.

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.