

Fannie Mae e Freddie Mac: come intervenire per uscire dalla crisi?

di Vincenzo D'Apice

Come si deve comportare lo Stato quando società finanziarie private che detengono (o garantiscono) il 50% dei mutui immobiliari in circolazione stanno per fallire? Se decide di intervenire con un piano di salvataggio, in che modo può ridurre l'incentivo all'azzardo morale? Qual è il giusto compromesso tra penalizzare gli azionisti della compagnia ma, al tempo stesso, non allontanare il capitale privato necessario per la ricapitalizzazione di un sistema finanziario in gravi difficoltà?

Qual è il percorso da seguire per uscire dalla crisi? Le difficoltà di Fannie Mae e Freddie Mac offrono il giusto spunto per rispondere a queste domande e delineare una possibile via d'uscita.

Chi sono e cosa fanno le GSEs

Fannie Mae e Freddie Mac sono Government Sponsored Enterprises (GSEs) create molti anni fa dal Governo statunitense per garantire una rete di protezione pubblica ai mutui immobiliari *conforming*⁽¹⁾. Le due GSEs acquistano dalle banche *conforming mortgages* che o detengono fino a scadenza o vendono a investitori privati tramite l'emissione di obbligazioni Mortgage-Backed Securities (MBS)⁽²⁾, su cui garantiscono interessi e capitale in caso di default del mutuatario. Attualmente Fannie Mae e Freddie Mac sono società private regolarmente quotate sul mercato azionario che detengono, o garantiscono, circa il 50% dei mutui in circolazione negli Stati Uniti, per un valore di oltre 5.000 miliardi di dollari (un ammontare paragonabile all'intero debito pubblico USA). Sulla base degli ultimi dati di bilancio, l'attivo di Fannie Mae⁽³⁾ è formato da circa 881 miliardi di dollari (403 miliardi di *conforming mortgages*, 406 miliardi di titoli collegati al mercato immobiliare e 72 miliardi di altre attività); e il passivo da circa 796 miliardi di debiti, 42 miliardi di altre passività e 43 miliardi di capitale azionario. Invece l'attivo di Freddie Mac è formato da circa 794 miliardi di dollari (80 miliardi di *conforming mortgages*, 630 miliardi di titoli collegati al mercato immobiliare e 84 di altre attività); e il passivo da circa 738 miliardi di debiti, 29 miliardi di altre passività e 27 miliardi di capitale azionario. Alle passività dirette vanno tuttavia aggiunte anche quelle indirette, ossia il valore delle obbligazioni MBS garantite dalle GSEs che ammontano, per Fannie Mae a circa 2.118 miliardi di dollari e, per Freddie Mac a circa 1.381 miliardi di dollari. Il loro capitale azionario, rispetto al totale delle passività dirette e indirette, rappresenta quindi un esiguo 1,4%⁽⁴⁾. Nessuna compagnia privata può operare con un livello così basso di capitale. Cosa hanno allora di speciale le GSEs?

Il cuore del problema

La risposta va ricercata nella garanzia governativa implicita che gli investitori scontano quando sottoscrivono obbligazioni emesse dalle GSEs. I rapporti speciali che queste due compagnie hanno con il Governo⁽⁵⁾ e la percezione di essere *too big to fail* (troppo grandi per fallire) hanno consentito a Fannie Mae e Freddie Mac, non solo di raccogliere fondi ad un tasso molto favorevole (vicino a quello applicato ai titoli governativi statunitensi), ma anche di operare con un livello estremamente basso di capitale. Tuttavia, il minor costo della raccolta non si è completamente traslato nella riduzione del costo dei mutui *conforming*, come evidenziato da uno studio della Fed⁽⁶⁾. Inoltre, di recente, parte dei fondi raccolti sono stati utilizzati per sottoscrivere attività più redditizie, ma al tempo stesso più rischiose, dell'acquisto di *conforming mortgages*: a dicembre

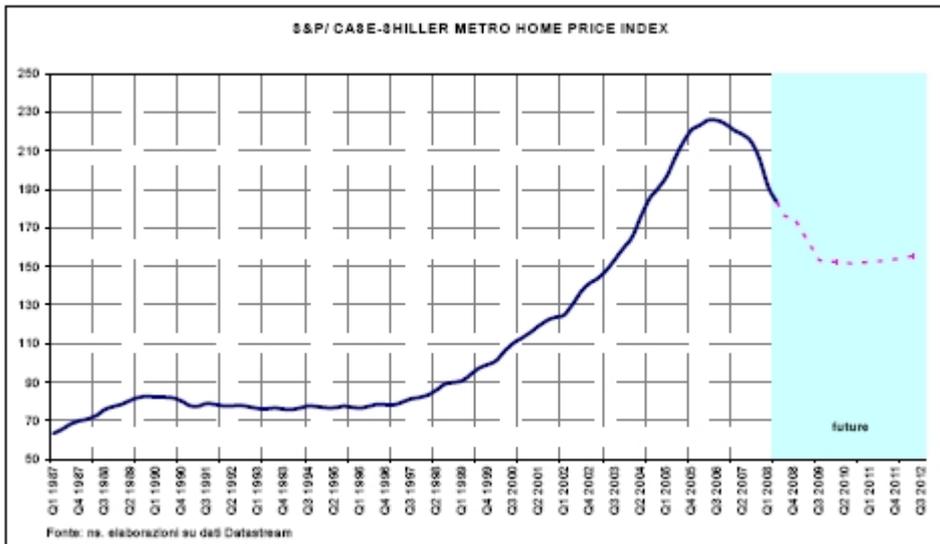
2007 infatti le due GSEs detenevano circa 400 miliardi di tranche "tripla A" di obbligazioni MBS, di cui circa il 15% fa riferimento a mutui Alt-A e *subprime*. Il problema assume quindi le caratteristiche dell'azzardo morale: nel corso degli anni la garanzia implicita ha consentito ad azionisti e manager di ricevere elevati compensi, ma ora che il crollo del mercato immobiliare sta mettendo a nudo l'eccessivo grado di rischiosità delle GSEs, causato dal disallineamento tra interessi privati e pubblici, il Governo è costretto ad intervenire.

Il dibattito sul "*too big to fail*"

Il piano di salvataggio predisposto dal Governo statunitense è al centro di un acceso dibattito perché non prevede una nazionalizzazione delle due GSEs ma l'estensione della linea di credito messa a loro disposizione dal Tesoro. Sebbene vi sia un sostanziale accordo tra gli economisti sulla necessità di nazionalizzare e riorganizzare le due GSEs ponendo fine alla loro forma ibrida di società quasi private, permangono posizioni diverse sulle modalità d'intervento. Da una parte, c'è chi sostiene che l'intervento governativo deve essere particolarmente severo con azionisti e manager delle due società. I primi non hanno svolto una corretta azione di monitoraggio sul management dell'impresa e quindi il valore delle azioni deve essere portato vicino allo zero. I secondi hanno commesso errori di gestione e devono essere allontanati dalle due società. In questo modo l'incentivo del settore privato ad assumere comportamenti rischiosi, nella speranza che in caso di insuccesso il Governo intervenga con fondi pubblici, viene ridotto sensibilmente. Dall'altra parte, c'è chi sostiene che la crisi finanziaria statunitense ha raggiunto un livello di criticità tale che essere troppo severi con azionisti e creditori potrebbe avere l'effetto indesiderato di peggiorare ulteriormente la situazione. Spaventati da interventi governativi troppo severi, gli investitori potrebbero infatti decidere di allontanarsi dal sistema finanziario statunitense proprio nel momento in cui il capitale privato è necessario per ricapitalizzare gli intermediari in difficoltà. La fuga degli investitori darebbe una spallata decisiva all'economia statunitense in bilico sul precipizio di una recessione la cui durata sarebbe difficile da prevedere.

Come uscire dalla crisi?

La crisi finanziaria è stata causata da errori commessi negli anni passati come, ad esempio, tassi d'interesse tenuti bassi per troppo tempo, indifferenza al deteriorarsi degli standard creditizi, incuranza del rialzo eccessivo del prezzo degli immobili ed eccessiva fiducia nella capacità del mercato di autoregolamentarsi. Ora, la crisi, ha raggiunto un livello di criticità tale che mantenere il sistema finanziario solvibile e, al tempo stesso, essere severi con azionisti e creditori sembrano due obiettivi difficilmente perseguibili assieme. Nel breve, meglio non perdere il sostegno del capitale privato per evitare che la crisi finanziaria trascini l'economia in una recessione che potrebbe costare ai contribuenti molto di più dei salvataggi necessari a mantenere solvibile il sistema finanziario. In questo modo, senza dubbio, si correrà il rischio di incoraggiare comportamenti futuri di azzardo morale, che però può essere affrontato con interventi normativi mirati a colmare le lacune palesate dall'attuale regolamentazione statunitense. Nell'immediato è anche necessario bloccare il crollo delle quotazioni sul mercato immobiliare che sono all'origine delle difficoltà degli intermediari. I prezzi delle abitazioni, negli ultimi 12 mesi, sono caduti del 20% circa e si prevedono ulteriori riduzioni nell'ordine del 15-20% (cfr. grafico). Una tale caduta delle quotazioni, oltre ad avere effetti assai negativi sulla qualità di vita di molte famiglie e sulle loro capacità di spesa, metterebbe in difficoltà anche intermediari che nel corso degli ultimi anni hanno erogato prestiti a clienti di media qualità, rendendo necessari ulteriori interventi di salvataggio.



Intervenire a supporto delle famiglie in difficoltà è quindi il primo passo necessario per uscire dalla crisi, anche se questo significa rallentare il processo di aggiustamento delle quotazioni sul mercato immobiliare. Tale prospettiva, tuttavia, potrebbe dare il tempo al settore delle esportazioni, in espansione grazie alla svalutazione del dollaro, di assorbire la forza lavoro in eccesso nel settore delle costruzioni senza avere ripercussioni troppo negative sul tasso di disoccupazione. Purtroppo, il recente piano approvato dal Congresso per bloccare i default sul mercato immobiliare non sembra contenere le giuste misure per affrontare il problema in modo adeguato. Infine, aumenti di spesa pubblica nel settore delle infrastrutture e della ricerca scientifica, da inserire nelle prossime manovre finanziarie, oltre a creare opportunità di lavoro aumenterebbero anche il potenziale di crescita di lungo periodo dell'economia statunitense.

1 I *conforming mortgages* sono generalmente considerati mutui di qualità medio-alta che rispettano determinati criteri come, ad esempio, un importo unitario inferiore a 417.000\$ e un rapporto valore del mutuo/valore dell'immobile non superiore all'80%.

2 Obbligazioni garantite da mutui immobiliari.

3 Per i dati di bilancio di Fannie e Freddie si possono consultare i relativi siti:

<http://www.freddiemac.com/investors/ar/> e <http://www.fanniemae.com/ir/annualreport/index.jhtml>

4 Dato dalla somma del capitale azionario diviso la somma delle esposizioni dirette e indirette (27+44/738+769+1381+2118).

5 Fannie Mae e Freddie Mac, oltre ad avere esenzioni fiscali di vario genere, in caso di necessità possono utilizzare una linea di credito speciale messa a disposizione dal Tesoro sulla quale è applicato un tasso d'interesse molto basso.

6 Sulla base di questo studio, la garanzia implicita si è tradotta in una riduzione del costo della raccolta che varia tra 122 e 182 miliardi di dollari, di cui circa 79 miliardi sono andati agli azionisti invece che ai contribuenti sotto forma di riduzioni del costo dei mutui *conforming*.

References

Buiter W., "[There is never a right time to tackle moral hazard.](http://blogs.ft.com/maverecon/)", <http://blogs.ft.com/maverecon/>, 19 luglio 2008.

Caballero R., "[Moral hazard misconception](http://blogs.ft.com/wolfforum/)", <http://blogs.ft.com/wolfforum/>, 14 luglio 2008.

Fox J., "Behind the Fannie and Freddie Fears", Time.com, 11 luglio 2008.

Gross D., "The Bailout Will Be a Bargain", Slate.com, 14 luglio 2008.

Krugman P., "Fannie, Freddie and You", The New York Times, 14 luglio 2008.

The Economist, "Twin twisters", 17 luglio 2008.

The Economist, "End of illusions", 17 luglio 2008.

The Economist, "A hair of the dog", 31 luglio 2008.

Stiglitz J., "[Fannie and Freddie's free lunch](http://blogs.ft.com/wolfforum/)", <http://blogs.ft.com/wolfforum/>, 25 luglio 2008.

Summers L., "[The way forward for Fannie and Freddie](http://blogs.ft.com/wolfforum/)", <http://blogs.ft.com/wolfforum/>, 28 luglio 2008.

Wyplosz C., "[Financial crisis resolution: It's all about burden-sharing](http://www.voxeu.org/)", <http://www.voxeu.org/>, 20 luglio 2008.