

## La crisi finanziaria. Il nemico siamo noi

### Articoli e commenti

di Vernon L. Smith

### Il nemico siamo noi

AEI-Brookings Joint Center Policy Matters, dicembre 2007

Le contemporanee crisi del mercato degli immobili e del mercato ipotecario ci ricordano ancora una volta che tutte le implosioni finanziarie si originano dalla stessa causa: l'indebitamento a breve termine e l'erogazione di prestiti a lungo termine senza un capitale netto sufficiente a resistere alle tempeste periodiche nel divario fra i due.

Ma questa bolla speculativa è diversa. Oltre a essere stata alimentata dagli acquisti di immobili e dalla rimodulazione dei prestiti, entrambi con capitale netto insufficiente – una sorta di “gioco al raddoppio” con il denaro altrui – alla fine dell'arcobaleno delle plusvalenze c'era il diritto di richiedere fino a 500.000 dollari di profitto, esentasse.

Ti ringraziamo, Bill Clinton, per il tuo operato del 1997 in qualità di Presidente, salutato con una standing ovation da parte della banche, degli agenti immobiliari e di tutti i cittadini alla ricerca di uno status da “mezzi milionari” con investimenti che interpretavano e credevano davvero a basso rischio, ingannando se stessi; grazie per aver contribuito ad alimentare la madre di tutte le bolle speculative sugli alloggi; grazie per aver permesso a così tanti di noi di acquistare seconde o terze case (e prima che avesse inizio la loro costruzione), per poi venderle a qualcun altro che sognava le ricchezze provenienti dal rimanerne proprietari abbastanza a lungo da poterle vendere a un altro sciocco.

Ancora una volta, pur provandoci, e nonostante la nostra retorica politica, non abbiamo certo aiutato i poveri elogiando un'azione di governo volta a favorire noi stessi.

L'orgia di consumi è ormai cosa passata e ormai non restano che i rimorsi e i prestiti da restituire in qualche modo. Il Congresso, se solo i suoi membri riescono a smettere di litigare, vuole disperatamente santificare il tutto con azioni destinate ad innescare la più grande bolla speculativa mai vista nel mercato degli immobili e dei mutui. Questo augusto consesso ha ormai dimenticato di aver spianato il terreno alle prime avvisaglie della bolla speculativa immobiliare, grazie alla creazione di Fannie Mae e Freddie Mac come finanziatori immobiliari di ultima istanza, garantiti implicitamente dal contribuente.

Gli innovatori dei mercati finanziari, che hanno inventato la cartolarizzazione dei mutui come meccanismo per creare un mercato nazionale liquido per le ipoteche, ora vengono criticati per aver provocato un cosiddetto “problema di agente-mandante”. Con questa espressione tecnica si intende una situazione in cui il management non ha l'incentivo a fornire agli investitori una “etichetta affidabile”, vale a dire la trasparenza sul rischio economico che contraddistingue il prodotto offerto.

Ma, sull'onda della bolla speculativa, qual è poi la verità?

Questi critici vorrebbero risolvere il problema agente-mandante con una maggiore regolamentazione da parte delle autorità. Ma, scusatemi, non è proprio il processo politico a manifestare il più grave problema agente-mandante più grave?

La Fed, prendendo per la coda la tigre del rischio di default, si sente vincolata dalla responsabilità di evitare una cascata di default nelle obbligazioni di qualità più elevata, così come nei cattivi investimenti alla ricerca di un profitto asimmetrico esentasse. Si avvertono le ombre dello hedge fund Long Term Capital management, della crisi delle finanziarie degli anni Novanta e dell'epoca del mito della "assicurazione di portafoglio [azionario]" – casi storici di prestiti a breve termine concessi per lenire crisi che potrebbero rivelarsi più durature del previsto. In ognuno di questi casi, i prestiti si basavano sull'assunto di una liquidità dei venditori che in realtà può esaurirsi a velocità spaventosa.

Di conseguenza, ci troviamo con una Fed "indipendente" guidata dalle forze di mercato, che deve mettere d'accordo le caratteristiche, da molto tempo evidenti ed evidentemente poco difendibili, dei mercati immobiliare e ipotecario.

Per di più, nel momento in cui la Fed ha abbandonato la sua posizione contro l'inflazione, i prezzi del dollaro, dell'oro e del petrolio sono cresciuti, e ora, due mesi più tardi, i prezzi al consumo hanno confermato quel segnale.

La dura lezione da imparare è che la desiderabilità di riduzione della pressione fiscale non dovrebbe mai assumere la forma di una selezione dell'investimento per favori fiscali. Sarebbero state più audaci rispetto alla decisione di esentare solo il settore immobiliare dalla tassa sulle plusvalenze – e per un servizio durevole ai poveri – delle azioni volte a consentire che le plusvalenze su tutti gli asset fossero esentasse a condizione che il capitale venisse reinvestito, cioè non consumato – ebbene sì, miei cari cittadini, gli alloggi dovrebbero essere considerati un consumo.

A differenza della più recente bolla speculativa sugli alloggi, gli "eccessi" del mercato azionario degli anni '90 hanno finanziato migliaia di nuove ventures e alcune di esse hanno trovato nuovi modi di gestire la proliferazione delle nuove tecnologie. Il risultato è stato un sorprendente aumento a lungo termine della produttività, ancora evidente nel trimestre più recente.

Nel suo *Teoria dei sentimenti morali*, Adam Smith capì la sottile verità che il consumo dei ricchi non ha particolari ricadute negative sul benessere dei poveri, perché il reddito dei più ricchi è in ampia misura investito negli strumenti e nelle conoscenze legati alla produzione, che producono un beneficio futuro sul lungo termine per tutti:

I ricchi scelgono dal mucchio solo ciò che è più prezioso e piacevole [...] e benché si prefiggano solo la propria convenienza [...] la gratificazione dei propri desideri vani e insaziabili, condividono con i poveri il risultato di tutti i loro miglioramenti.

Ma le spese per la costruzione di abitazioni non sono «miglioramenti» che fruttano aumenti della produttività e una nuova ricchezza futura da condividere con i poveri. Sono più simili alla pura e semplice soddisfazione della vanità, finanziata, però, da sussidi governativi.

*Una versione di questo articolo è stata pubblicata nel «Wall Street Journal» il 18 dicembre 2007.*

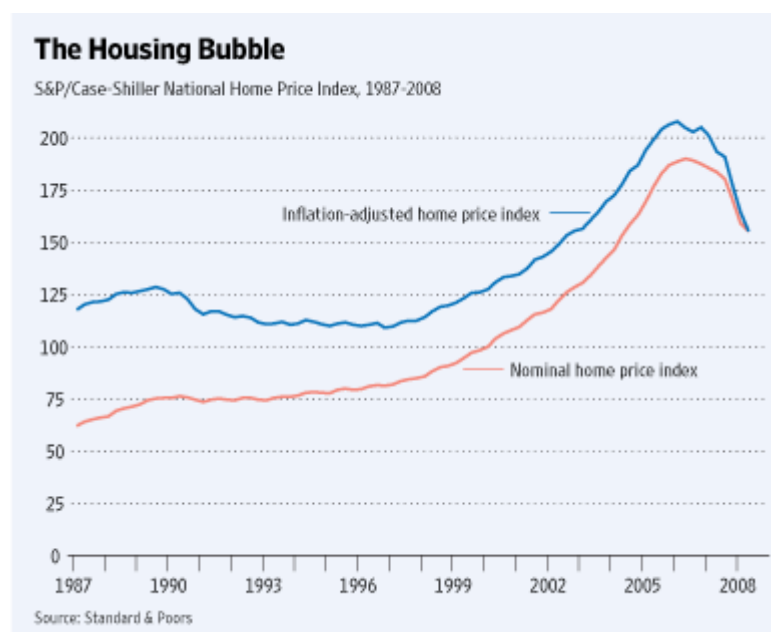
## Non esiste una via di uscita semplice dalla bolla speculativa

Il Tesoro non sa nulla della gestione di un'“asta inversa”

the Wall Street Journal, 9 ottobre 2008

Sin dal 2006 l'economia statunitense ha manifestato le caratteristiche tipiche delle conseguenze di una classica bolla speculativa.

Tuttavia, il rialzo non è stato fatto precipitare dagli eccessi del mercato azionario in generale, né dallo scoppio di una bolla speculativa a livello economico. Gli eccessi si erano concentrati sul mercato degli alloggi e sui mercati finanziari a esso collegati – banche, ipoteche e settore assicurativo – a partire dal 1998, e progressivamente fino al 2006. È stato questo a creare la madre di tutte le bolle speculative immobiliari.



Certamente, il crollo è stato aggravato dall'aumento del prezzo del petrolio, passato dai soli 12 dollari al barile del 1998 ai 90 del gennaio 2008, con un picco di 147 dollari in luglio. Ma l'economia ha continuato a girare abbastanza bene nonostante questo colpo, e dunque il prezzo del petrolio non comporta un rischio sistemico paragonabile a quello del disastro immobiliare.

Il settore degli alloggi rappresenta un terzo di tutta la ricchezza degli Stati Uniti, totalizzando 19,4 miliardi di dollari nel secondo trimestre del 2008 secondo la Federal Reserve. Quasi tutto il debito ipotecario su questi asset verrà pagato. Il settore a rischio è solo un sottoinsieme di alloggi finanziati negli ultimi anni, con mutui contraddistinti dal pagamento di caparre esigue e da rate insostenibili. Tutti voi che vivete in affitto – rispettabile tradizione americana – potete aspettarvi, in futuro, di comprare a prezzi più economici. Basta aspettare.

Il disastro del settore immobiliare ora in atto era però stato annunciato prima del crollo, ed erano stati avanzati anche diversi avvertimenti. Ma ogni singola parola è rimasta inascoltata, perché le bolle speculative non hanno mai a che vedere con la ragione, il freddo calcolo e i politici coraggiosi disposti a rischiare una sconfitta.

Nel 2005, Alan Greenspan e altri andavano avvisando che la Fannie Mae e la Freddie Mac erano ormai gravemente sottocapitalizzate e avevano continuato ad accumulare titoli garantiti da mutui ad alto rischio. Questi titoli erano stati creati da un settore che non voleva tenersi in cassa la propria

creatura, ma che non sapeva dire di no a chi voleva comprare casa nell'ottimistica convinzione che si trattasse di un bene destinato ad aumentare sempre di valore.

Inoltre, tutte le parti in causa credevano, da molto tempo, che le obbligazioni della Fan e della Fred fossero sostenute dalle profonde tasche del Tesoro – vale a dire da voi e io, da tutti noi che paghiamo le tasse.

Abbiamo bisogno di minimizzare i rischi sistemici e i rischi per i contribuenti. Fortunatamente, i due sono fra loro connessi. Si pensi alle esigenze del primo e si proteggerà anche il contribuente.

Perché crollo può essere considerato un classico del suo genere?

- C'è una “crisi di liquidità”. In ogni mercato, in definitiva, c'è solo una fonte di liquidità: i compratori. E sono loro che i banchieri sperano di vedere tornare quando parlano in modo eufemistico di “ristabilire la fiducia”.

Tutte le altre fonti di liquidità sono tappabuchi, ponti, cerotti, e ora abbiamo assistito ad un salvataggio col nastro adesivo. Ogni venditore con un disperato bisogno di un compratore è in crisi di liquidità, anche se si tratta di un proprietario di casa con un buon impiego la cui sicurezza lavorativa richieda però un trasloco, o di una banca essenzialmente solvente, detentrica di mutui sulla casa sicuri, ma con un bisogno immediato di denaro contante. Oggi entrambi scoprono che i compratori di ieri si sono dati alla macchia.

Una vendita è sempre un “equilibrio delle aspettative” – un compratore accetta lo strumento del venditore (cioè concorda su una vendita) solamente se è convinto che anche esso verrebbe accettato anche da altri potenziali acquirenti. I principi del disequilibrio che conduce allo scoppio di una bolla speculativa sono stati ampiamente studiati da oltre vent'anni (si veda l'articolo, del 17 novembre 1987, di Jerry Bishop nel «Wall Street Journal» sul mio lavoro in questo campo, *Stock Market Experiment Suggests Inevitability of Booms and Busts*).

- Durante una bolla speculativa i compratori sono ovunque. Poi, improvvisamente, scompaiono, aspettano, osservano, rimandano, e si dimostrano riluttanti a comprare degli asset che gli altri acquirenti, forse, non comprerebbero. Che i compratori scompaiano in un momento di bolla speculativa è un fenomeno prevedibile; ciò che non si può prevedere è il momento in cui ciò accadrà. Nel suo discorso inaugurale del 1933, il presidente Franklin Delano Roosevelt disse che «l'unica cosa che dobbiamo temere è la paura stessa». Certo, ma il ritorno di compratori impauriti è imprevedibile come la loro scomparsa. Ed è solo arroganza il pretendere di sapere quali politiche pubbliche possano riportare la “fiducia” dei compratori.
- Il denaro non scarseggia. Il problema è semplicemente che – comprensibilmente – chi ha contanti è riluttante a separarsene, ed è per questo che il denaro liquido la fa da padrone. In un mercato azionario o ipotecario in calo ci sono solo tre tipi di compratori: chi compra troppo presto, i pochi che riescono a fare un grande affare e quelli che hanno troppa paura di comprare e aspettano, se mai, che la crisi sia finita. Warren Buffet potrebbe essere troppo frettoloso, oppure aver visto giusto. Nel primo caso, non sarebbe la prima volta. Il punto è che nessuno può saperlo.

A partire dal 2007, la Fed guidata da Ben Bernanke ha fatto tutte le mosse che ci si aspetterebbero da una banca centrale che deve affrontare dei problemi di liquidità nel settore della finanza e in quello immobiliare. Ha addirittura rischiato un aumento dell'inflazione semplificando e agevolando il prestito interbancario e i prestiti con la Fed. (con la conseguenza che per un certo periodo la quotazione del dollaro crollò a causa di un considerevole aumento del prezzo delle commodities) Ma le azioni della Fed non sono riuscite a risolvere il problema.

L'anno scorso abbiamo avuto le prime avvisaglie del problema, con il fallimento di Countrywide, una grossa finanziaria attiva nel settore dei mutui. Per usare la metafora illustrata più di 60 anni fa dall'economista inglese sir Dennis Robertson, la Fed stava cercando di “spingere uno spago,” che

invece avrebbe dovuto essere tirato dai compratori. A quel punto la situazione iniziò a deteriorarsi, e non c'è nulla che terrorizzi di più una banca centrale.

Si aggiunga a ciò un Congresso e un'amministrazione bipartisan d'ispirazione keynesiana, che autorizzarono il Tesoro a firmare moltissimi piccoli assegni come parte di un pacchetto di "incentivi" per la considerevole percentuale di americani che va esente dal pagamento dell'imposta sul reddito. Queste persone hanno speso quel denaro da Wal-Mart. La maggior parte di questi soldi è andata a finire in Cina (che poi li ha riciclati in buoni del Tesoro statunitensi), e noi abbiamo assistito a un segnale di ritorno nelle vendite al dettaglio che ha semplicemente ritardato l'inevitabile.

A quel punto a Bernanke non rimaneva che una soluzione: mise in azione il segretario del Tesoro, Henry Paulson. Due uomini "di vertice" impauriti sono sempre meglio di uno. I due si presentarono al Congresso. Il risultato fu l'*Emergency Economic Stabilization Act* della Camera del 2008, un incubo burocratico incapace di avvalersi delle aste di titoli in modo tale da minimizzare sia il rischio del contribuente, sia il rischio sistemico. La norma più importante e più sbagliata afferma che «il Segretario [del Tesoro] è autorizzato ad acquisire, a stipulare e a finanziare degli impegni di acquisizione, di asset a rischio da qualsiasi istituzione finanziaria, secondo le decisioni prese del Segretario».

Scusate, ma leggo bene? «Qualsiasi»?

Il Senato lo esplicitò in modo ancora più chiaro: «Gli asset a rischio non si limitano agli asset collegati con le ipoteche, ma possono comprendere anche prestiti per l'acquisto di automobili, debiti di carte di credito, prestiti a studenti e qualsiasi altra forma di prestito commerciale».

«Qualsiasi altra forma»? Che Dio ci aiuti! Fortunatamente, Paulson ha ancora un po' di buon senso. Ma non ci si stupisca del fatto che siano stati autorizzati salvataggi per 700 miliardi di dollari. Per avere la giusta prospettiva, si consideri che in agosto MarketWatch ha riferito che esistono 4,67 milioni di case in vendita, a un prezzo medio di 212.400 dollari, per un totale di poco meno di un miliardo di dollari. Con un prestito pari al 30% del valore del "Piano Paulson", il Tesoro potrebbe comprarle tutte.

Chi realizza vendite all'asta ha capito immediatamente che stiamo parlando di un mercato con un compratore e molti venditori di più articoli. Il meccanismo che verrà utilizzato è una cosiddetta "asta inversa" – in cui più venditori in concorrenza propongono al Tesoro un prezzo per l'acquisto di un pacchetto di beni alquanto eterogenei, che può comprendere mele e arance, alcune buone, altre marce, e il cui contenuto è noto meglio ai venditori che al Tesoro.

Le competenze del Tesoro riguardano la vendita all'asta a più compratori in concorrenza tra di loro di buoni del Tesoro aventi una determinata scadenza: diciamo, ad esempio, buoni a sei mesi, o a due anni, per un valore di 10 miliardi di dollari. In ogni caso, ciascun buono è identico agli altri: l'unica incertezza consiste nel prezzo finale di vendita e al Tesoro viene garantito il prezzo migliore.

Il Tesoro non ha alcuna esperienza in questa ridicola nuova avventura. (Le case d'asta come Christie's e Sotheby's non hanno alcun problema con gli articoli eterogenei. Li mettono all'asta singolarmente, o in piccoli gruppi, per più compratori che valutano gli articoli e fanno delle offerte che meglio riflettono il loro vero valore.)

L'azione del Tesoro si dovrebbe concentrare sul fornire capitali alle singole banche e alle società che forniscono prestiti in cambio di bond di debito convertibili, di azioni e di certificati azionari al portatore da negoziare. È una cosa piuttosto pericolosa per il contribuente, ma il signor Paulson può vantare una precedente esperienza e trarne giovamento. (Il modello è stato recentemente provato quando il Tesoro e la FDIC hanno contribuito all'acquisizione da parte della JP Morgan del Washington Mutual.) Poi, si dovrebbe lasciare che le società facciano qualsiasi asta di attivi finanziari ("paper asset") necessaria, mentre il Tesoro garantirebbe la responsabilità dei manager. Per lo meno sarebbe una cosa fattibile, anche se difficilmente priva di rischi per il contribuente.

Questa procedura affronterebbe il rischio finanziario sistemico, e permetterebbe ai prezzi di emergere in modo competitivo, incoraggiando l'importantissimo ritorno di compratori a caccia di profitto. Funzionerebbe? Non lo so. Tuttavia so che si fonda sulla conoscenza certa che i mercati sono capaci di produrre qualcosa di positivo, a differenza dei salvataggi.

Nella misura in cui puntella i prezzi degli alloggi esistenti e i loro mutui, il salvataggio non fa altro che rimandare l'inevitabile. Non garantisce un pronto ritorno dei compratori. Si guardi all'andamento dei prezzi delle case dal 1987 riportato nel grafico. Pensate che il loro declino abbia seguito il suo corso per poi svoltare improvvisamente l'angolo nel 2006, e precipitare nel 2007-2008?

Puntellare i prezzi per evitare un'ulteriore svalutazione di prestiti troppo generosi non è un provvedimento volto a riportare in auge i compratori e i mutui sulla casa. Ma c'è comunque una buona notizia: ora le case, le azioni, il petrolio grezzo, il rame, il grano, i germogli di soia, la farina, il legname e anche l'etanolo sono più economici.

## Bolle speculative

Come sopravvivere fino alla prossima volta

Forbes, 21 ottobre 2008

Ci troviamo nella dolorosa fase di crollo della più grande bolla speculativa del settore immobiliare statunitense che si ricordi. I prezzi delle abitazioni vanno scendendo rapidamente dai livelli insostenibili che avevano raggiunto tra 1997 al 2006. Le aspettative incontrollate di un innalzamento dei prezzi, assieme a tassi d'interesse bassi, hanno portato ad una pericolosa corsa verso il basso dell'ammontare della caparra per l'acquisto di una casa, tradizionalmente improntato ad una certa prudenza, ossia quel meccanismo capitalistico vecchio stile grazie al quale sia i compratori di case che le banche prestatrici erano parimenti protetti dai cali imprevedibili nel valore delle case, o dall'eventuale incapacità dei proprietari di alloggi di pagare le rate del prestito.

Eppure, la nostra brutalizzata economia sopravvivrà al crollo – dopo un grande spavento e portando con sé alcune cicatrici.

Questa volta non si è trattato di una bolla speculativa del mercato azionario. L'economia stava andando bene, pur colpita dalle proibizioni interne sull'esplorazione petrolifera, e prosperava meravigliosamente grazie al motore dell'innovazione e delle nuove tecnologie, con una rapida crescita della produttività.

A differenza della bolla del mercato azionario degli anni '90, che creò le forme rivoluzionarie del settore dot-com, della biochimica, della comunicazione computerizzata e della ricchezza basata sul sapere, questa bolla è consistita in una frenesia nel consumo degli alloggi, basata su un capitale netto insufficiente da parte di proprietari di casa, banche prestatrici, maghi della riorganizzazione ipotecaria e assicuratori. Ma la casa di carta a un certo punto è crollata.

Ora tutti cercano qualcuno da incolpare; non affannatevi troppo, il nemico siamo noi.

Con un sostegno popolare bipartisan, il Congresso ha passato 70 anni a creare una legislazione volta a rendere più facile la possibilità per le persone di essere proprietarie delle proprie case. La Fannie Mae fu una creazione del New Deal nel 1938, e nel 1968 divenne un'impresa (gestita e di proprietà di azionisti) a "profitto privato" sponsorizzata dal governo. Per darle un po' di concorrenza, nacque la Freddie Mac, nel 1970. Entrambe erano esenti dalle imposte statali e locali, così come dalla supervisione della Securities and Exchange Commission, ed erano da tutti ritenute implicitamente sotto la tutela, in ultima analisi, del Tesoro degli Stati Uniti.

Poi è stato il momento del *Tax Relief Act* del 1997, sostenuto da entrambi i partiti, che ha permesso a voi e a me di trarre un profitto esentasse fino a 500.000 dollari dalla rivendita dell'abitazione, dopo due anni di possesso, a un altro aspirante a quel mezzo milione di dollari. (Nessun altro asset—che si tratti di fabbriche, di azioni o di brevetti—ha potuto beneficiare di questa facilità nella realizzazione di plusvalenze.) Poi, sotto le crescenti pressioni da parte dell'amministrazione Clinton, la Fannie Mae estese i propri mutui ipotecari ai redditi bassi o modesti, mentre al contempo le istituzioni finanziarie esercitarono la loro vigorosa pressione dal basso per ulteriori prestiti subprime. (S. Holmes, «New York Times», settembre 1999)

Abbiamo fatto del nostro meglio per aiutare i poveri e non ci siamo riusciti. Poveri e ricchi hanno contribuito insieme alla creazione di un enorme "piano Ponzi" senza che vi fosse un vero e proprio responsabile della trama – siamo stati noi, sono stati i nostri rappresentanti politici, i maghi della finanza e del governo, i complici nella privatizzazione degli utili della Fannie Mae e della Freddie Mac e della socializzazione delle loro perdite.

Credo che la conclusione di questo crollo dipenderà da come il Tesoro si muoverà direttamente per ricapitalizzare gli istituti bancari. Personalmente, ritengo che il modo migliore per farlo consista

nell'acquisto diretto di nuove obbligazioni, con un termine non superiore ai cinque anni, convertibili in azioni senza diritto di voto (dal Tesoro) a prezzi ben al di sopra del valore attuale delle singole banche, ed esercitabili soltanto dopo un anno. L'idea è quella di fornire una immediata immissione di contanti e un'ampia possibilità per fondi privati di fluire nella ricapitalizzazione delle banche, e allo stesso tempo di consentire al martoriato Tesoro degli Stati Uniti di recuperare i soldi dei contribuenti.

Dal momento che la nostra passata follia ci impone oggi di salvare gli investitori, che dipendevano imprudentemente dal continuo aumento dei prezzi delle abitazioni per essere compensati, saremo noi a preparare il terreno per la prossima bolla speculativa dell'edilizia abitativa – la più grande di tutte. Ma essa non si verificherà fino a che l'attuale calo dei prezzi degli alloggi abbia fatto il suo corso, quando non sarà più così fresco nella nostra memoria.

Prevedere esattamente quando avverrà è altrettanto impossibile quanto prevedere quando questa crisi giungerà al suo punto più basso.

Noi economisti non siamo bravi a fare delle previsioni, ma siamo in grado di raccontare bene le storie dopo aver assistito a dei grandi eventi e averci ragionato su – e siamo capaci di fare un po' di econometria. Diversamente, saremmo ricchi.

Quello che secondo me è più probabile che avvenga, dopo che ci saremo ripresi da questa débâcle immobiliare-finanziaria, è il ritorno dei flussi di capitale verso azioni, in particolare dei flussi con una maggiore attenzione sull'esaltante gamma di nuove tecnologie in rapido sviluppo, nelle quali il sapere è esploso a dispetto della frenesia immobiliare. Una bolla speculativa in questo settore porterà la sua tradizionale quota di fallimenti – nessun rischio, nessun guadagno – ma di sicuro alimenterà una serie di esperimenti innovativi nella gestione delle nuove tecnologie. E ci saranno svolte che creeranno nuovi grandi aumenti di ricchezza, la fonte ultima del miglioramento economico umano.