

# POLITICA MONETARIA, PREZZO DEGLI ASSET E CICLO IMMOBILIARE

GAETANO ELNEKAVE\*

*Resumen:* Los precios de los activos dependen de la política monetaria de expansión. Éste mecanismo es el desencadenante del ciclo económico que lleva a un estrechamiento de la estructura productiva y a la destrucción de los bienes de capital. Los bancos centrales se encuentran frente a un dilema: tras la explosión de la burbuja, o actuar con políticas de expansión para evitar las consecuencias de la deflación monetaria en particular sobre los balances de los bancos, o intentar evitar la explosión de la burbuja con más inyección de crédito, pero con el peligro de inflación de los precios en la economía real. Se trata de un dilema sin solución. La solución para eliminar los ciclos es la desaparición de los bancos centrales, el retorno a la «moneda-sana», al libre mercado, al patrón oro y al respeto de los principios tradicionales del derecho en el sector bancario. El análisis hay que efectuarlo no en terminos de la cantidad ideal de dinero, sino en terminos de la «calidad» del mismo.

*Palabras clave:* Política Monetaria, Precios de los Activos, Burbujas, Ciclos Económicos, Mercado Inmobiliario, Calidad de la Moneda vs Cantidad de la Moneda.

*Clasificación JEL:* E2, E21, E3, E32; E42, E5, E52, R31.

*Abstract:* Asset prices depend on monetary policy of credit expansion. This mechanism is the trigger of economics cycle (boom and bust) that eventually leads the production structure to get narrower and to capital destruction. CBs have a dilemma: after an asset bubble explosion, doing again with policy of credit expansion (the same that produced the cycle) to fight deflationary effects, above all in banks balance sheets, or trying to prevent the asset bubble explosion throughout QE policies, endangering real economy with inflationist pressures. That is a dilemma without solution. The solution is the elimination of CBs, the return to real money in a free market environment,

---

\* Licenciado en Derecho, Universidad de Padova, Abogado. Máster en Economía de la Escuela Austriaca, Universidad Rey Juan Carlos.

with an unadulterated gold standard and the respect of traditional principles of contract in the banking sector. We need study the monetary system in terms of quality of money and not according the Quantity Theory of Money.

*Key words:* Monetary Policy, Asset Prices, Asset Bubbles, Business Cycles, Housing Market, Quality of Money vs Quantity of Money.

*JEL Classification:* E2, E21, E3, E32; E42, E5, E52, R31.

## I PREMESSA

Il fine di questo lavoro è quello di evidenziare l'influenza che le politiche monetarie di governi/banche centrali hanno nella creazione delle cosiddette *asset bubbles* con i conseguenti cicli di *boom* e *bust*.

La radice del problema sta proprio nelle politiche monetarie, cioè nella sottrazione, da parte dei governi, del bene moneta al libero mercato e alla legge che ivi domina, cioè quella della domanda e dell'offerta.<sup>1</sup>

Per legge, ormai in tutto il mondo, il denaro è un bene prodotto e regolato dalle banche centrali, che tramite vari strumenti, ne modulano l'offerta (cioè condizionano la base monetaria), nel tentativo (impossibile)<sup>2</sup> di trovare la quantità ideale di denaro per il sistema economico.

Invece, fino a circa 100 anni fa,<sup>3</sup> la moneta era di oro e di argento e la sua quantità veniva determinata dalle scelte degli agenti

---

<sup>1</sup> Per importanti spunti in proposito, si legga il recentissimo articolo apparso sul sito [www.thedailybell.com](http://www.thedailybell.com) del giorno 22.7.2010, dal titolo *Central Bankers to Prick Bubbles*.

<sup>2</sup> Riferendosi al «giusto prezzo», il cardinale gesuita Juan de Lugo (1583-1660), nell'opera *Disputationes de iustitia et iure*, *Sumptibus Petri Prost*, Lyon 1642, Vol. II, D. 26, S. 4, N. 40, p. 312, scrisse che *Pretium iustum mathematicum licet soli Deo notum*, ma l'affermazione vale anche se riferita alla «quantità ideale» di moneta, che appunto è una utopia.

<sup>3</sup> È infatti al 1909 che si suole far risalire la nascita del moderno sistema di *fiat money* (nel 1909 prima la Francia e subito dopo la Germania, hanno introdotto il corso forzoso della moneta non redimibile in oro, mentre nel 1913 è stata istituita la Riserva Federale negli Stati Uniti d'America).

economici: se vi era troppo oro o argento<sup>4</sup> in circolazione, la gente cominciava a tesoricizzarlo e i prezzi di conseguenza cominciavano a scendere. È il libero gioco delle preferenze temporali, sul quale, solo, si può basare un equilibrato e armonico sviluppo sociale.

Vedremo quindi come queste interferenze sul libero mercato, chiamate politica monetaria, contribuiscono a generare cicli negli *assets* e nel settore immobiliare.

## II CENNI ALLA TEORIA AUSTRIACA DEL CAPITALE E DEL CICLO ECONOMICO

Per poter capire come la politica monetaria influisce sui prezzi degli *assets* e determina la formazione di continui cicli di espansione e recessione, è opportuno accennare alla teoria austriaca del capitale e del ciclo economico: quindi potremo osservare i meccanismi di formazione delle bolle.

La creazione di denaro da parte del sistema bancario tramite l'espansione creditizia non fondata su risparmio reale (cioè tramite il meccanismo della riserva frazionaria che lede il contratto di deposito irregolare)<sup>5</sup> produce effetti sulla struttura produttiva reale molto differenti da quelli che invece sono prodotti da crediti concessi a fronte di un risparmio realmente esistente.

Secondo la teoria austriaca del capitale, il processo produttivo economico è fondato su un previo accumulo di risparmio, il che equivale a rinuncia al consumo immediato.

Ogni processo produttivo ha come fine ultimo la creazione di un bene di consumo (bene di primo ordine), cioè di un bene idoneo a soddisfare un determinato bisogno umano.

Per produrre beni di primo ordine (beni di consumo) è necessario che la società posseda una struttura produttiva, cioè un

---

<sup>4</sup> Secondo una tesi molto autorevole (Fekete, 1996), mentre la demonetizzazione dell'argento a partire dal 1873 fu l'effetto di una libera scelta del mercato, quella dell'oro, culminata nel 1971 con la dichiarazione di *default* del Presidente degli Stati Uniti d'America, Richard Nixon, fu una precisa scelta politica ai danni del libero mercato.

<sup>5</sup> Come ampiamente spiegato da Huerta de Soto (2009, 135 ss).

insieme di beni (beni di capitale o beni di ordine superiore) che vengono a costituire le tappe intermedie dei processi di azione volti alla produzione di beni di primo ordine.

Il fattore tempo è essenziale per capire la struttura produttiva. Ma si tratta di una definizione di tempo non in senso analogico o fisico, bensì in senso soggettivo: si tratta di quell'insieme di tappe intermedie che separano l'attore dal suo fine, cioè dal bene di consumo, idoneo a soddisfare il suo bisogno.

Ma, come dicevamo, la creazione di una struttura di beni di capitale e, quindi, il raggiungimento di fini più lontani nel tempo (cioè raggiungibili tramite una serie di tappe intermedie) richiede necessariamente una rinuncia a conseguire fini più immediati: richiede cioè un previo risparmio, inteso appunto come rinuncia al consumo immediato.

La *condicio sine qua non* per dotarsi di beni di capitale è il risparmio, inteso come rinuncia a conseguire fini più prossimi nel tempo (cioè con minori tappe intermedie) per ottenere fini di valore superiore nel futuro (di valore superiore perché implicanti un certo numero di tappe intermedie rispetto al bene di consumo finale).<sup>6</sup>

Qui va inserito il concetto di preferenza temporale: l'attore, a parità di condizioni, preferisce conseguire il suo fine quanto prima nel tempo. Di conseguenza, l'attore allungherà il processo temporale che porta al conseguimento di un fine solo se valorizzerà questo fine non immediato (futuro) maggiormente del fine che può conseguire nel presente (cioè senza tappe intermedie).

In sintesi estrema, la struttura di produzione (cioè l'insieme dei beni di capitale presenti nella società) è il risultato del processo di conversione del previo risparmio accumulato nella società stessa.

Dopo aver introdotto i concetti di beni di capitale e di preferenza temporale, veniamo ora al concetto di tasso di interesse.

---

<sup>6</sup> È il classico esempio del comportamento economico di Robinson Crusoe che, avendo costruito una verga per la raccolta delle more sui rami più alti degli alberi (cioè avendo costruito un bene di capitale), si ritrova più ricco, cioè più produttivo rispetto al momento in cui non aveva ancora completato il suddetto processo imprenditoriale.

Il tasso di interesse è il prezzo al quale si scambiano beni presenti per beni futuri. Questo scambio è reso possibile dalle diverse intensità di preferenza temporale degli attori. I venditori sono i risparmiatori (coloro che hanno una bassa preferenza temporale), mentre i compratori sono coloro che hanno una preferenza temporale molto alta, cioè domandano beni o servizi immediati (esempio di questa categoria sono i lavoratori dipendenti, non disposti ad esporsi all'incertezza di un reddito che riceveranno solo dopo un corretto processo di valutazione imprenditoriale).

Il tasso di interesse è il dato che indica all'imprenditore se è appropriato o meno intraprendere processi di produzione più lunghi, cioè con un maggior numero di tappe per raggiungere il bene di consumo finale. È chiaro che maggiore è il risparmio, minore sarà il tasso di interesse e quindi maggiore l'opportunità per l'imprenditore di intraprendere più ampi processi produttivi.

Il tasso di interesse di mercato è un elemento molto importante per consentire all'imprenditore di valutare la convenienza di determinati processi produttivi: ove la differenza tra il ricavo imprenditoriale atteso e il tasso di interesse dei finanziamenti necessari per intraprendere il progetto imprenditoriale sia positiva, vi sarà una convenienza per l'imprenditore ad iniziare il processo produttivo.

Il tasso di interesse è quindi un elemento importantissimo per consentire il coordinamento intertemporale tra risparmio e investimento.

Vediamo ora in sintesi quali sono gli effetti del risparmio volontario sulla struttura produttiva.

Quando aumenta il risparmio significa che diminuisce il consumo, cioè le imprese della tappa finale della catena produttiva diminuiranno i loro benefici contabili. Di conseguenza aumenteranno gli investimenti nelle tappe più lontane dal consumo finale e saranno così intrapresi processi produttivi più lunghi.

Ulteriore effetto sarà la diminuzione del tasso di interesse sul prezzo dei beni capitali, con conseguente aumento del loro valore.<sup>7</sup> Pertanto gli imprenditori si lanceranno nella produzione

---

<sup>7</sup> Si veda ad es. O'Driscoll Jr. (2008), il quale, richiamandosi sul punto a von Hayek e von Mises, afferma che *lower interest rates translates into higher asset prices, and vice versa*.

di tali beni capitali durevoli, vista la redditività che prima non avevano.

Infine, diminuendo la domanda di beni di consumo, *ceteris paribus*, il prezzo dei beni di consumo tenderà a ridursi e il reddito reale dei lavoratori di conseguenza aumenterà (cosiddetto effetto Ricardo).

Per effetto di questi tre fenomeni microeconomici la struttura produttiva si arricchisce di ulteriori tappe (si allunga) e le tappe più lontane dal consumo tendono ad allargarsi.

In conclusione, grazie all'aumento del risparmio, la società viene a dotarsi di una struttura produttiva più capital-intensiva.

I prezzi dei beni di consumo tendono a ridursi e la produttività aumenta, quale effetto del libero mercato non influenzato da iniezioni inflazionistiche.

\* \* \*

Dopo questi cenni di sintesi alla teoria austriaca del capitale (che spiega come appunto la struttura produttiva di una società beneficia enormemente del risparmio), veniamo ad accennare alla teoria austriaca del ciclo economico, cioè a quella teoria che illustra gli effetti sulla struttura produttiva sociale provocati da una espansione creditizia non finanziata da un aumento del risparmio volontario.

L'aumento del credito<sup>8</sup> non sostenuto da risparmio produce inizialmente un ampliamento della struttura produttiva simile a quello che si verifica in presenza di un incremento reale del risparmio.

Tuttavia, non essendoci in realtà un aumento del risparmio, cioè una contrazione del consumo, gli agenti economici *continuano a consumare al livello precedente l'espansione creditizia*.

Al tempo stesso, la riduzione del tasso di interesse indotta dall'espansione creditizia falsifica sistematicamente il calcolo

---

<sup>8</sup> L'aumento del credito è reso possibile dalla creazione dal nulla di denaro (denaro fiduciario), in forma di depositi a vista, da parte del sistema bancario che gode del privilegio, concesso in violazione palese dei principi tradizionali del diritto (violazione del contratto di deposito irregolare), di operare con un coefficiente di cassa a riserva frazionaria.

economico eseguito dagli imprenditori. Si tratta di una riduzione fittizia, perché non deriva da un aumento del risparmio e rende così apparentemente redditizi progetti che in realtà non lo sono.

Questo inganno produce una fase di grande ottimismo, di *boom* del tutto sproporzionato, in quanto basato su di una grave mancanza di coordinamento intertemporale che si verifica quando, da un lato, gli imprenditori avviano nuovi e più lunghi progetti di investimento come se il risparmio fosse aumentato e, dall'altro lato, i consumatori continuano a consumare ad un ritmo inalterato (appunto perché il risparmio non è aumentato).

Ma presto o tardi il *boom* comincia a contrarsi e si assiste ad una recessione, che non è altro che la reazione spontanea degli agenti economici allo squilibrio creato dall'espansione creditizia artificiale.

Gli imprenditori si accorgono che i progetti a lungo termine non sono sostenibili e rinunciano agli stessi a vantaggio del settore dei beni di consumo, l'unico che riesce a dare dei benefici contabili.<sup>9</sup>

Alla fine, si può constatare che l'espansione creditizia artificiale ha determinato un accorciamento della struttura produttiva e la società ne esce impoverita.

### III

#### LA FORMAZIONE DELLE BOLLE DEGLI ASSETS COME EFFETTO DELLA POLITICA MONETARIA

Una volta sintetizzate la teoria austriaca del capitale (che ci spiega come, grazie al risparmio, si possa formare una struttura produttiva capitalista, che porta ad un arricchimento della società) e la teoria austriaca del ciclo economico (che ci spiega le ragioni dei continui cicli di espansione/recessione provocati da una espansione creditizia artificiale, la quale porta ad un accorciamento della struttura

---

<sup>9</sup> Infatti la domanda monetaria di beni di consumo aumenta (in quanto aumenta la rendita di lavoratori e proprietari delle risorse naturali) e diminuisce la offerta degli stessi beni, in quanto nella prima fase di espansione creditizia erano state sottratte risorse ai settori di produzione più vicini al consumo a favore di progetti più lunghi.

produttiva e alla distruzione di beni di capitale), possiamo analizzare gli effetti che le politiche monetarie delle banche centrali determinano sul prezzo degli *assets* con formazione di cicli di *boom* e *bust*.

\* \* \*

L'espansione artificiale dei crediti determina una riduzione del tasso di interesse nel mercato dei prestiti. Ciò consente di ritenere più redditizi i beni di capitale (*stocks, bonds* e *real estate*), che quindi vengono ad essere acquistati massicciamente. Inoltre, il valore presente di questi beni di capitale è accresciuto dall'abbassamento dei tassi di interesse.

A ciò si aggiunga che l'espansione creditizia aumenta la domanda di beni di capitale ma, non essendoci un aumento del risparmio, l'offerta di questi beni non cresce: l'effetto combinato di questi due fattori porta ad una crescita dei prezzi delle azioni (che sono titoli di proprietà sui beni di produzione) e delle case (che sono beni di capitale nella misura in cui i loro servizi sono consumati nel futuro).<sup>10</sup>

Così inizia il *boom* nel prezzo degli *assets*.

L'*assets price boom* tende a rinforzarsi con l'espansione creditizia: l'aumento continuo dei prezzi nominali determinato dall'aumento di credito porta all'*illusione di una ricchezza effettiva* e così la gente, credendo di arricchirsi tramite l'aumento di valore nominale degli *assets*, continua a spendere e non risparmia.

Il *boom* viene ad essere alimentato anche da una componente psicologica di ottimismo: l'illusione cioè che si sia di fronte ad un'era di prosperità senza fine. La gente, attirata dalla predetta illusione di facili guadagni, comincia a riversare liquidità nel mercato degli *assets* e ciò contribuisce a ingrandire il *boom*.

Come segnalato in un recente articolo,<sup>11</sup> l'*asset price boom* provoca degli effetti anche sulla stessa cultura imprenditoriale, nel senso che va affermandosi un nuovo tipo di ricerca del profitto basata sulla mera speculazione (che è cosa ben diversa dalla

<sup>10</sup> Così Bagus (2008).

<sup>11</sup> Si veda sempre Bagus (2008).



ricerca del profitto tramite *arbitrage*). Si afferma una ricerca del profitto rapido, uno *short-term thinking*, e la gente si orienta al presente, anziché mantenere una sana e prudente ottica volta al futuro.

La gente, animata dal desiderio di realizzare rapidi profitti nell'ambito della speculazione sui mercati finanziari, comincia ad acquisire una conoscenza che le permetta di partecipare al *boom* degli *assets* alimentato da una espansione creditizia. Questa nuova attività è in un certo senso resa necessaria dal sempre incombente spettro dell'inflazione, cioè dalla necessità di proteggersi dal progressivo deprezzamento della moneta dovuto alle politiche monetarie espansive delle banche centrali e al sistema bancario operante con il privilegio della riserva frazionaria.

Inoltre, ad alimentare il gioco speculativo è anche la percezione, in capo agli operatori, di poter svolgere un'attività *risk-free*: si tratta del cosiddetto *moral hazard*, favorito dalle politiche di *bail out* da parte delle autorità monetarie.<sup>12</sup>

\* \* \*

È stato anche osservato<sup>13</sup> che la continua immissione di liquidità può determinare un rallentamento della recessione e del ciclo, perché la predetta liquidità non viene subito riversata nell'economia reale (con l'intrapresa di nuovi processi produttivi a lungo termine) ma rimane per un certo tempo nel *casino* dei mercati finanziari, andando a gonfiare il prezzo degli *assets*.

Ma presto o tardi la nuova moneta creata dall'espansione creditizia trapassa dal mercato finanziario all'economia reale. E

---

<sup>12</sup> Si veda O'Driscoll Jr. (2008, 2), il quale osserva che: «Today, monetary policy is fostering moral hazard. Monetary policy can generate moral hazard if it is conducted in a manner that bails investors out of risky and otherwise ill-advised financial commitments. If investors come to expect that the policy persist, then they will deliberately take on additional risk without demanding commensurately higher returns for that risk. In effect, they will lend at the risk-free interest rate on risky projects, or at least at a lower rate than would otherwise be the case. Too much risky lending and investment will take place. Capital will have been misallocated».

<sup>13</sup> Ancora da Bagus (2008).

ciò essenzialmente per la ragione che gli imprenditori saranno incoraggiati a vendere le loro azioni a prezzi elevati per iniziare nuovi progetti produttivi (che appaiono altamente redditizi a causa dei tassi di interesse mantenuti artificialmente bassi dall'espansione creditizia).

\* \* \*

Bisogna anche aggiungere che per sostenere il *boom* ed evitare lo sgonfiamento della bolla è necessaria una sempre maggior dose di credito, di nuova liquidità.

Infatti, la liquidità inizialmente immessa nel mercato finanziario e che porta ad un iniziale *boom* dei prezzi, ad un certo momento si trasferisce nell'economia reale.

Come è stato osservato,<sup>14</sup> ad un certo punto ha inizio il *business cycle* e la crescita di prezzo dei beni di consumo, che avviene per le seguenti ragioni: 1) i detentori dei fattori di produzione (lavoratori e proprietari di materie prime, che hanno visto aumentare le loro entrate a causa degli investimenti in progetti di lungo termine) cominciano a spendere in parte i loro guadagni in beni di consumo; 2) si restringe l'offerta di beni di consumo perché nella fase iniziale dell'espansione creditizia il nuovo denaro è impiegato in progetti imprenditoriali lontani dal consumo finale; 3) la gente, che ha visto aumentare il prezzo nominale delle proprie azioni, realizza i guadagni e li spende in beni di consumo, credendo che la ricchezza reale sia aumentata (invece, non fa altro che consumare capitale).

Pertanto, l'aumento dei prezzi dei beni di consumo (restando invariato il tasso di consumo rispetto al risparmio) fa sì che la gente non abbia più a disposizione la liquidità necessaria a proseguire la speculazione sui mercati azionari: a questo punto, per mantenere il *boom* ed evitare il collasso dei prezzi, è necessario procedere a nuove iniezioni di liquidità.

È chiaro che l'espansione creditizia non può continuare *ad infinitum*, altrimenti il sistema monetario entra in una spirale

---

<sup>14</sup> Sempre da Bagus (2008).

iperinflazionistica che lo porta al collasso: infatti, se la espansione creditizia continua ad aumentare, prima o poi la gente viene a percepire le future tensioni inflazionistiche associate al fatto che la disponibilità di beni di consumo sta decrescendo e comincia la corsa all'acquisto di beni di consumo.

Pertanto, se da un lato il *boom* per mantenersi in vita necessita di crescenti dosi addizionali di credito, dall'altro lato, necessita, per evitare la spirale iperinflazionistica, di ripetuti *busts*, il che si traduce in un ciclo che porta ad un progressivo accorciamento della struttura produttiva della società e ad un impoverimento sempre più sensibile della stessa: si tratta della erosione continua del capitale.

La creazione di continue bolle che si gonfiano e scoppiano è sotto gli occhi di tutti: pensiamo, per rimanere nell'ultimo decennio, alla bolla tecnologica esplosa nel 2000 e a quella immobiliare, esplosa nel 2007.

Il tutto si traduce in un'estrema volatilità dei mercati, che le politiche monetarie delle banche centrali non possono in alcun modo contrastare: anzi, i *policy makers* si trovano di fronte ad un insormontabile e irrisolvibile dilemma, per le ragioni appena accennate.

Il problema può essere risolto solo tramite l'abolizione *tout court* di ogni tipo di politica monetaria, intesa come intervento esterno sui processi naturali di mercato, i quali, per funzionare, abbisognano del ritorno ad un sistema monetario basato su uno standard aureo e sul rispetto dei principi tradizionali del diritto nel settore bancario, con abolizione dei privilegi concessi in deroga (e ci riferiamo soprattutto al privilegio di operare in regime di coefficiente di cassa a riserva frazionaria, con violazione del contratto di deposito irregolare).<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Ampiamente sul punto, Huerta de Soto (2009, 578 ss.).

#### IV IL CICLO IMMOBILIARE: ACCENNI

Il settore immobiliare riveste un ruolo centrale per l'andamento dell'attività produttiva e per la stabilità stessa del sistema finanziario.<sup>16</sup>

Il sistema bancario e finanziario è molto sensibile alle dinamiche del mercato immobiliare: si pensi solo al fatto che la variazione del valore delle garanzie bancarie indotta dai corsi immobiliari influenza sia il costo che la disponibilità stessa di credito, sia la qualità dell'attivo delle banche.

Per tali ragioni, i prezzi del mercato immobiliare sono presi in considerazione sempre più come segnali rilevanti ai fini della politica monetaria delle autorità finanziarie.

Abbiamo visto che l'espansione creditizia determinata dall'abbassamento artificiale del tasso di interesse è la causa della formazione del ciclo economico teorizzato dalla Scuola Austriaca (ABCT).

Ora, una delle condizioni che stimola la formazione del ciclo è *l'apprezzamento in valore nominale delle abitazioni*. Infatti, le facilitazioni creditizie che agevolano l'investimento immobiliare e il suo allargamento ad ampie fasce della popolazione determinano, in un primo tempo, un aumento del valore nominale delle abitazioni. L'aumento in valore nominale della ricchezza immobiliare costituisce un collaterale (apparentemente)<sup>17</sup> reale per la

---

<sup>16</sup> Si pensi che in Italia il comparto immobiliare (investimenti in costruzioni, spesa per affitti e servizi di intermediazione) rappresenta quasi un quinto del PIL (prodotto interno lordo). Le attività immobiliari costituiscono oltre il 60 per cento della ricchezza delle famiglie. Il credito erogato al settore (mutui alle famiglie, prestiti alle imprese di costruzioni e dei servizi connessi con le attività immobiliari) è un terzo degli impieghi bancari totali (fonte: Banca d'Italia, *L'andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario*, in *Questioni di Economia e Finanza*, dicembre 2009).

<sup>17</sup> Diciamo «apparentemente» perché si tratta del prezzo che appare durante la bolla. Notiamo che la pratica da parte della banca di prendere come riferimento il prezzo di mercato dell'immobile (*market value instead of the purchase price*) per stimare il valore del collaterale posto in garanzia, è favorita dalle nuove regole internazionali di contabilità (IFRS), che hanno deviato dai tradizionali principi di prudenza, sviluppatasi liberamente per più di mille anni nel mercato - questa osservazione è tratta dal lavoro più volte citato di Bagus, (2008, 288) che a sua volta, alla nota 18, richiama uno studio del 2006 sull'argomento di Huerta de Soto.

concessione di prestiti alle famiglie, agevolando così l'accesso delle stesse al credito al consumo, in linea con le indicazioni del modello di accelerazione finanziaria.<sup>18</sup> Grazie a questo apparente aumento della ricchezza (tradotto nell'aumento nominale del valore della casa), la gente, che ha mantenuto invariato il proprio *consuming/savings ratio*, continua a spendere in beni di consumo<sup>19</sup> anche se il prezzo degli stessi viene di conseguenza ad aumentare in concomitanza con sempre più massicce dosi di credito, la cui erogazione è appunto favorita anche dalla formazione della *asset bubble* immobiliare (si tratta esattamente delle vicende del ciclo economico che abbiamo esaminato nei paragrafi precedenti).

Si creano così i presupposti per una società imperniata sul consumo crescente facilitato da un incremento esponenziale del debito. Le politiche monetarie tendono ad aumentare senza fine l'espansione creditizia, fino a che la bolla, inevitabilmente, scoppia.

È chiaro che lo scoppio della bolla immobiliare (cioè dei prezzi degli *asset* nel settore del *real estate*, manifestatasi durante l'estate del 2007 negli Stati Uniti d'America),<sup>20</sup> sta avendo ripercussioni sull'intero sistema finanziario, viste le implicazioni che il settore immobiliare ha all'interno del sistema economico in generale e che abbiamo indicato all'inizio del paragrafo.

Per questi motivi, proprio per scongiurare queste devastanti conseguenze del ciclo immobiliare (cioè della formazione di *boom* e *bust* nel settore del *real estate*), le banche centrali stanno cercando

---

<sup>18</sup> B. Bernanke, M. Gertler, and S. Gilchrist (1998), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working paper N.º 6455.

<sup>19</sup> In Italia si è stimato recentemente che, nel lungo termine, per ogni euro di crescita di valore della proprietà immobiliare, si produce un aumento di due centesimi nella spesa delle famiglie in beni di consumo (si veda la ricerca di A. Bassanetti e F. Zollino (2007), *The Effects of Housing and Financial Wealth on Personal Consumption: Aggregate Evidence for Italian Households*, presented at «Italian Household Wealth Conference», 16-17 October, Perugia).

<sup>20</sup> È la cosiddetta crisi dei mutui *sub-prime*: era facile capire che il mercato immobiliare era stato drogato da questi prestiti facili. La gente non aveva il reddito necessario per far fronte ad un acquisto della casa, ma si è voluto a tutti i costi stimolare il mercato tramite la creazione di una nuova enorme espansione creditizia tramite i mutui immobiliari, poi fatti oggetto di *securitization* nella speranza di fronteggiare l'enorme rischio di insolvenza, manifestatosi appunto nell'estate del 2007.

disperatamente delle soluzioni di politica monetaria al problema.<sup>21</sup>

In una recente analisi condotta dall'Ufficio studi della Banca d'Italia,<sup>22</sup> gli autori propongono di includere anche l'incremento dei prezzi nel settore immobiliare nel *basket* di beni (HIPC: *harmonized index of consumer prices*) sui quali calcolare i dati dell'inflazione, al fine di orientare le future politiche monetarie delle autorità che hanno il monopolio del *fiat money*.

In realtà, si tratta di un tentativo costruito su basi statistiche,<sup>23</sup> tramite la faticosa aggregazione di dati: tentativo del tutto sterile, perché privo di un modello teorico (come quello costituito dall'ABCT) idoneo a spiegare i fenomeni analizzati.

È chiaro, quindi, che si tratta di rimedi di politica monetaria del tutto inadatti ad affrontare il problema.<sup>24</sup> Come abbiamo esposto nei paragrafi precedenti, l'unico rimedio per evitare la formazione del ciclo (anche nel settore immobiliare) consiste proprio nell'eliminazione *tout court* delle politiche monetarie e della stessa autorità monetaria monopolista, con ritorno alla moneta voluta dal libero mercato (standard aureo) e con reintroduzione dei principi tradizionali del diritto nel settore bancario.

Comunque, anche nell'attuale quadro di enorme instabilità dei mercati causato dalle politiche monetarie e dall'esistenza del monopolio della moneta nel sistema di *fiat money* irredimibile, la gente comune ha utili strumenti a sua disposizione per orientarsi al meglio in questo pericoloso ambiente. E lo strumento principale consiste nell'utilizzo della corretta unità di conto (corretto numerario) ai fini di valutare i prezzi del mercato immobiliare

---

<sup>21</sup> Nei paragrafi precedenti, facendo soprattutto riferimento agli studi di Bagus, abbiamo parlato di *dilemma irrisolvibile* per le banche centrali.

<sup>22</sup> Muzzicato, Sabbatini and Zollino (2008).

<sup>23</sup> E la Statistica (che ha la stessa etimologia di Stato ...) è una delle costanti del pensiero moderno, dello scientismo fondato sulla «quantità»: ricordiamo che un capitolo del libro di René Guénon, *Il Regno della Quantità e i Segni dei Tempi*, è proprio dedicato alla critica della Statistica e si intitola *L'illusione delle statistiche*.

<sup>24</sup> Anzi, ci troviamo proprio in un caso di *interventionist dynamic*, meccanismo magistralmente descritto da Ludwig von Mises, in cui il regolatore, che ha creato gli squilibri alterando i meccanismi naturali di libero mercato, aggiunge ulteriori interventi per risolvere gli squilibri e con ciò li aggrava, creandone di nuovi.

e per capire se la bolla sia del tutto scoppiata o vi siano ancora margini per un decremento dei prezzi attuali.

Bisogna, in altri termini, tradurre i prezzi attuali degli immobili in oro e confrontarli anche con quelli del passato: si veda al riguardo un interessante e recente articolo di James Turk.<sup>25</sup>

\* \* \*

Facciamo un fugace accenno finale alla situazione del settore immobiliare in Italia.

Prendiamo i dati statistici dall'ultimo rapporto Nomisma al 30 marzo 2010.

Sempre considerando i dati statistici con beneficio di inventario, possiamo rilevare, quali segnali più significativi, che in Italia la crisi si è manifestata (almeno per ora) non tanto tramite una diminuzione dei prezzi degli immobili compravenduti (che nel 2009, stando ai dati della Agenzia del Territorio, sono diminuiti di un lieve 0,7% a livello nazionale rispetto al 2008), bensì attraverso un crollo del numero delle vendite: il volume di valore delle compravendite è infatti diminuito, nel 2009 rispetto all'anno precedente, del 18,1%, con una perdita di posti di lavoro nel settore delle costruzioni e dei servizi immobiliari di 200.000 unità.

Un altro dato di rilievo è quello della contrazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni: nel terzo trimestre del 2009 (ultimo dato disponibile di fonte Banca d'Italia) è proseguito il calo delle erogazioni di mutui destinati all'acquisto di immobili, anche se l'intensità del calo esprime un rallentamento del fenomeno. Infatti, a settembre 2009, si è registrato un -11,9% di erogato rispetto allo stesso trimestre del 2008, preceduto da un -22,2% di giugno e da un -18,8% di marzo.

Comunque va segnalato che la diminuzione dei finanziamenti bancari per l'acquisto delle case è stata superiore alla contrazione del volume di compravendite: ciò significa che le famiglie italiane stanno aumentando l'utilizzo di proprio risparmio nel settore

---

<sup>25</sup> Turk (2010), dove l'autore evidenzia la necessità di un corretto numerario (cioè depurato dall'enorme inflazione subita dal *fiat money*) per stimare il reale valore dei beni immobili e lo individua appunto nell'oro.

immobiliare, il che si spiega anche con l'aumentato grado di sfiducia negli investimenti in strumenti finanziari.<sup>26</sup>

Per tali ragioni, unitamente alla tradizionale fiducia nell'investimento immobiliare, in Italia i prezzi degli immobili sono decresciuti in modo molto meno accentuato rispetto ad altri paesi, come ad esempio gli Stati Uniti, e, in Europa, la Spagna e l'Irlanda.

## V

### CONCLUSIONI: UNA QUESTIONE DI «QUALITÀ», NON DI «QUANTITÀ»

Come visto, la politica monetaria di governi/banche centrali, cioè dell'ingegnere sociale, ricerca la «giusta quantità» di moneta, la «quantità ideale» per il miglior funzionamento dell'economia.<sup>27</sup>

Detta politica è sempre destinata al fallimento, a causa delle contraddizioni che la minano alle fondamenta: la ricerca disperata della stabilizzazione dei prezzi degli *assets* tramite un ciclo di *boom* e *bust*, in un mercato condizionato da tassi di interesse manipolati al ribasso, con conseguenti espansioni creditizie e creazione di una nuova mentalità imprenditoriale volta alla ricerca di rapidi guadagni speculativi nei mercati finanziari per fronteggiare il sempre incombente rischio di inflazione, è stata definita efficacemente come un *asset price stabilization illusion cycle*.<sup>28</sup>

Possiamo osservare, sotto un diverso profilo, che le politiche monetarie si spiegano perfettamente con una delle caratteristiche che contraddistinguono l'uomo moderno, caratteristica che, a livello epistemologico, si esprime nello «scientismo»: e cioè la

---

<sup>26</sup> Sfiducia che si spiega con lo scoppio della bolla dell'*hi-tech* nel 2000 e con gli scandali finanziari che hanno duramente colpito (soprattutto nel 2001 e nel 2002) i numerosi investitori che avevano acquistato *bonds* argentini, nonché *bonds* emessi da note compagnie a livello nazionale, come Cirio e Parmalat (poi fallite). Eventi, questi, che hanno notevolmente contribuito a indirizzare il risparmiatore italiano a considerare come bene rifugio l'investimento immobiliare.

<sup>27</sup> Nella storia si trovano molti esempi di questa «ricerca» della quantità ideale di mezzi monetari: ricordiamo il disastroso tentativo di John Law di Lauriston in Francia agli inizi del 1700, dopo la morte del Re Luigi XIV.

<sup>28</sup> Bagus (2008).



pretesa di *considerare come «scientifico», cioè vero, soltanto quello che è misurabile in quantità.*

A livello più generale possiamo richiamarci alla tendenza che porta l'uomo moderno a *valutare ogni realtà in termini esclusivamente quantitativi*: si tratta di un processo di degenerazione che è descritto perfettamente nel libro «Il Regno della Quantità e i Segni dei Tempi» dello scrittore francese contemporaneo René Guénon.<sup>29</sup>

Così facendo l'uomo<sup>30</sup> ha perduto di vista il concetto di «qualità» e, con esso, la possibilità di trovare spiegazioni coerenti anche ai vari fenomeni sociali.

Restando in campo monetario – che è il settore di nostro interesse –, è partendo dal concetto di «qualità» della moneta<sup>31</sup> che possiamo giungere a risultati utili, in quanto è solo studiando *gli «attributi» che deve avere il bene moneta per realizzare al meglio le sue funzioni* che si possono raggiungere seri risultati nel campo della conoscenza.

Oggetto dell'indagine non può che essere l'enorme mole di informazione raccolta e trasmessa nel corso dell'evoluzione storica<sup>32</sup>: le vicende che hanno visto susseguirsi varie merci come moneta (per arrivare alla fine all'oro) sono il risultato di un processo dinamico (sempre aperto) di mercato<sup>33</sup> volto a individuare

<sup>29</sup> René Guénon nacque a Blois nel 1886 e morì al Cairo d'Egitto nel 1951.

<sup>30</sup> Ci riferiamo ovviamente alla corrente di gran lunga dominante, il cosiddetto *mainstream*; fortunatamente ci sono diverse scuole di pensiero, ancora nettamente minoritarie, tra cui spicca quella Austriaca, che hanno una impostazione differente.

<sup>31</sup> Si veda, in argomento, Bagus (2009, 22-45), oltre a molti scritti del prof. Fekete, tra i quali possiamo citare, *Whither Gold?* (1996) e *The Janus-Face of Marketability* (2003), entrambi reperibili sul sito [www.professorfekete.com](http://www.professorfekete.com).

<sup>32</sup> L'importanza della tradizione è enorme: la tradizione incarna infatti un immenso patrimonio di conoscenza pratica che si è sviluppato nel corso della storia umana e si è espresso in una serie di tentativi (e di errori) ripetuti, volti a raggiungere determinati fini nel modo più efficiente possibile. Questo enorme patrimonio di *sabiduría* accumulato nel tempo e che incarna la tradizione, è stato esaltato dal Pontefice Benedetto XVI in un discorso tenuto durante il pellegrinaggio a Fatima nel maggio di quest'anno, discorso che ha trovato eco in un interessante articolo, apparso il 15.5.2010 su ABC, del giornalista Juan Manuel de Prada, intitolato *Hombres sin tradición*. Lo stesso famoso aforisma, attribuito a Isaac Newton (*If I saw further than other men, it was because I stood on the shoulders of giants*), è un autentico inno alla tradizione.

<sup>33</sup> O se si preferisce, di un processo imprenditoriale volto alla ricerca del mezzo più conveniente per soddisfare un'economia fondata sullo scambio indiretto e, di conseguenza, sulla divisione delle conoscenze.

il bene idoneo a soddisfare nel modo migliore possibile le esigenze di una società che viene così a fondarsi sullo scambio indiretto e sulla divisione delle conoscenze.

È evidente che lo studio di un sistema economico imperniato sulla moneta, per raggiungere risultati validi sotto il profilo della vera scienza, è *da fondarsi sulla «qualità» della moneta*: la teoria quantitativa della moneta non è in grado di dare risposte soddisfacenti, ma anzi è funzionale, a livello pratico, a legittimare istituzioni come le banche centrali che rappresentano i più importanti strumenti a disposizione di un sistema di coercizione di matrice socialista-interventista, che interferisce sui processi creativi del libero mercato e causa i gravissimi e irrisolvibili<sup>34</sup> squilibri che lacerano la società contemporanea.

E «qualità» della moneta non significa altro che insieme di quegli «attributi» che rendono la stessa il più efficiente possibile per espletare le funzioni per la quale il libero mercato la ha scoperta: *store of value, unit of account, mean of exchange*.

E queste funzioni, a loro volta, sono dirette a soddisfare fondamentali esigenze dell'essere umano, insite nella sua intima natura: esse possono definirsi come categorie prasseologiche.<sup>35</sup>

#### BIBLIOGRAPHICAL REFERENCES

- BAGUS, P. (2008): «Monetary Policy as Bad Medicine: The Volatile Relationship between Business Cycles and Asset Prices», *Review of Austrian Economics*, 21, pp. 283-300.
- (2009): «The Quality of Money», *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 12, n.º 4, pp. 22-45.
- FEKETE, A.E. (1996): «Whither Gold?», [www.professorfekete.com](http://www.professorfekete.com)

<sup>34</sup> Con riferimento alle politiche monetarie e alle discussioni accademiche per evitare gli squilibri dei ripetuti cicli di *boom/bust*, giustamente si parla di *dilemma* e di *asset price stabilization illusion cycle*: vedi Bagus, (2008).

<sup>35</sup> Il prof. Antal Fekete, nel suo più volte citato articolo intitolato *Whither Gold?* (1996), rileva che *the true cause of hyperinflation is the inexorable human need for a most hoardable asset* e, con ciò, si richiama ad una categoria prasseologica insita nell'uomo per spiegare un fenomeno monetario, quale l'iperinflazione del *fiat money*. È chiaro che il ragionamento è di tipo qualitativo.

- (2003): «The Janus-Face of Marketability», [www.professorfekete.com](http://www.professorfekete.com)
- GUÉNON, R. (1945): *Il Regno della Quantità e i Segni dei Tempi*, Milano, Adelphi Edizioni, 2006.
- HUERTA DE SOTO, J. (2009): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Madrid, Unión Editorial.
- O'DRISCOLL, Jr., G.P. (2008): «Asset Bubbles and their Consequences», *Cato Institute-Briefing Papers*.
- MUZZICATO, S., SABBATINI, R. and ZOLLINO, F. (2008): «Prices of residential property in Italy: Costructing a new indicator», *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, Banca d'Italia.
- TURK, J. (2010): «An Interesting Perspective on House Prices», <http://goldmoney.com/an-interesting-perspective-on-house-prices.html>.