



Coggan P. Paper Promises

Nella continua lotta tra debitori e creditori, Bretton Wood ha segnato la vittoria dei primi. La moneta assume il ruolo preminente di mezzo di scambio anziché di riserva di valore.

Gli ultimi quarant'anni sono stati particolari: l'esplosione del debito e della creazione di moneta, gli sbalzi nei tassi di cambio, la massiva crescita del settore finanziario che ha provocato spettacolari guadagni nei prezzi degli attivi. La combinazione della moneta cartacea con la bolla degli attivi non è una coincidenza: debito e prezzo degli attivi sono strettamente collegati. Ma nessuna società diventa più ricca con il rialzo dei prezzi delle abitazioni determinato da condizioni di credito permissive. Si verifica solo una redistribuzione della ricchezza e quando i valori degli immobili scendono sono i più anziani che ci rimettono. Nel lungo periodo il valore dell'*asset* deve essere legato al reddito che genera ma nell'aggregato i prezzi delle proprietà sono vincolati al tasso di crescita dell'economia, che a sua volta dipende dal capitale produttivo. Quando l'aumento del prezzo delle case va oltre l'aumento del PIL, una quota sempre maggiore del reddito dei proprietari deve servire i mutui e questo non può durare. I tassi e le condizioni di credito possono provocare distorsioni del mercato. Diversi soggetti hanno supportato questa situazione: agenti immobiliari, proprietari, politici, la FED. Non si è creata inflazione solo perché gli immobili non sono ricomprese nell'indice dei prezzi. Senza espansione del credito le bolle non si generano e con la fine di Bretton Wood non c'è stato più un freno alla moneta e al credito. Con la caduta dei mercati le banche centrali hanno dovuto operare dei salvataggi (*Greenspan put*). Ciò incoraggia la speculazione. I paesi che basano lo sviluppo sull'export comprano dollari poco interessati al rendimento, ma solo per mantenere competitivi i propri prodotti. Anche questo genera un aumento dei prezzi degli *asset*, che a lungo diventa insostenibile. In definitiva, dopo il 1971 sono stati facilitati i movimenti di capitale e i *deficit* commerciali. Il settore finanziario si è accresciuto e così il credito ha incrementato il valore degli attivi con l'incoraggiamento delle banche centrali.

Le banche commerciali sono entrate nel *business* del *trading* e del *market making* direttamente o tramite sussidiarie. L'intervento governativo implicito per salvarle, ha stimolato i rischi e facilitato i profitti delle banche: diventare più grandi assicura loro grandi benefici. L'assicurazione sui depositi fa la sua parte per aumentare il *moral hazard*. Le regole di Basilea sono state aggirate. La prospettiva di arbitraggi regolamentari non consente una più rigida legislazione. Le rendite di posizione permettono alla finanza di crescere a dismisura. Le banche centrali hanno sposato la teoria del libero mercato e non sono intervenute anche per le pressioni deflazionistiche che arrivano dalla Cina. La stessa ideologia ha influenzato la regolamentazione. La complessità della finanza, l'aumento delle dimensioni e della tipologia di attività degli intermediari ha aumentato il rischio sistemico.

Il disegno dell'euro ha delle falle che portano al rapido aumento del debito governativo rispetto al PIL. Una politica monetaria unica per tutti i paesi europei porta a tassi di interesse che sono troppo bassi per alcuni di loro (boom delle proprietà in Spagna e Irlanda) mascherando i problemi di competitività. I meccanismi dell'euro sono carenti, inoltre, nel premere sui paesi che hanno uno sbilancio negli scambi (il *gold standard* drenava riserve, i cambi flessibili svalutavano la moneta). Non potendo spostare risorse umane dove i salari sono più alti, si creano problemi di competitività. Per riallineare la competitività, i paesi meno efficienti possono solo ridurre i costi in un contesto di cambi fissi. Una riallocazione dei costi tra i paesi presuppone un'unione fiscale. Tassi fissi impongono aggiustamenti nell'economia reale, nel lavoro e negli affari per riconquistare competitività. L'unica cura è l'*austerità* ma è difficile da attuare nei sistemi democratici.

Per molta parte della storia dell'umanità l'uomo dipendeva dal lavoro proprio e dei propri animali. Più tardi il carbone ha fatto la differenza e, quindi, il petrolio è diventato il motore della crescita economica. Ma è difficile migliorare l'efficienza delle risorse che non possono essere replicate.

Il sistema monetario internazionale è basato sul dollaro. Il *deficit* commerciale statunitense aumenta la moneta del sistema ma un eccesso potrebbe far perdere la fiducia nella moneta. Deve essere introdotta una supervisione sull'emissione di dollari attraverso limiti all'indebitamento commerciale.