

## L'ARTE DEL COMPROMESSO

### Il difficile equilibrio tra lotta all'inflazione e stabilità finanziaria



Charles P. Kindleberger  
(1910-2003)

Charles Kindleberger lavorò al Tesoro degli Stati Uniti a fianco di Harry Dexter White, l'architetto di Bretton Woods, del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale. Durante la guerra Kindleberger prestò servizio all'Office of Strategic Services, che sarebbe più tardi diventato la Central Intelligence Agency.

L'Oss fu un'alta scuola di pensiero creativo e laterale, fuori dagli schemi, ben diversa dalla Cia golpista degli anni Settanta. Basti pensare che lavorarono per l'Oss intellettuali marxisti come il filosofo Herbert Marcuse, il politologo Franz Neumann e il giurista Otto Kirchheimer.

Un modo di pensare creativo e laterale ispirò del resto tutta l'attività successiva di Kindleberger, sia come architetto del Piano Marshall, sia come storico dell'economia, autore di una trentina di libri che, caduti nell'ombra negli ultimi decenni, sono oggi oggetto di un rinnovato interesse.

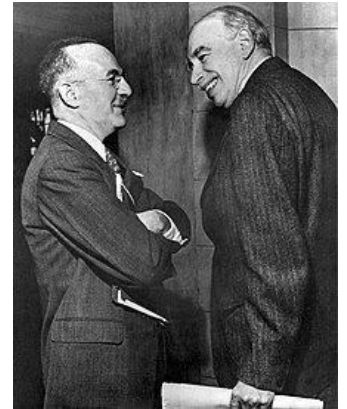
In uno dei suoi libri più importanti (*Manias, Panics and Crashes*, 1978) Kindleberger, dopo avere passato in rassegna la lunga e ininterrotta storia delle crisi finanziarie e bancarie che hanno accompagnato lo sviluppo del capitalismo, arriva alla conclusione che governi e regolatori devono mantenere un margine di ambiguità di fronte all'alternativa tra lasciare fallire tutti quelli che il mercato farebbe fallire da una parte e, dall'altra, salvare tutti indiscriminatamente.

La prima alternativa, teorizzata nei primi anni Trenta, era basata sull'idea che più soggetti falliscono più si irrobustisce il sistema. La seconda poggiava invece sull'illusione di potere garantire una stabilità che, oltre a essere impossibile, incentivava l'azzardo morale degli agenti economici e preparava crisi ancora più devastanti per il futuro.

In pratica, sosteneva Kindleberger, i regolatori non devono avere (e tanto meno comunicare al pubblico) quello che oggi chiameremmo un algoritmo delle loro decisioni e devono instillare nel sistema una certa dose di incertezza su chi sarà salvato e chi sarà dannato. Questa dose non deve essere però

eccessiva, altrimenti il sistema diventa altamente instabile e in qualsiasi momento, anche a ciel sereno, può scatenarsi improvvisamente un'ondata di panico.

La realtà storica, inclusa quella del nostro secolo, mostra che l'arte del compromesso tra le due tesi ideologiche del non salvare nessuno e del salvare tutti è stata ricercata in quasi tutte le crisi recenti, ma con diverso successo. Si è dannata la Grecia per ammonire, addomesticare e poi sostenere gli altri paesi mediterranei, in particolare l'Italia. Si è sacrificata Bear Stearns nel marzo 2008 e ci si sarebbe potuti forse fermare lì, ma poi si è andati avanti e ci si è ritrovati l'anno successivo con 50 milioni di nuovi disoccupati in giro per il mondo. Nel 2020 si è invece ecceduto nel salvare tutto e tutti (tranne le piccole imprese) e ci si è ritrovati l'anno successivo con l'inflazione a due cifre.

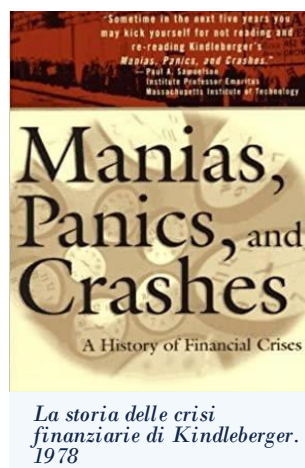


*White e Keynes a Bretton Woods. 1944*

Trovare il compromesso ottimale è poi reso ancora più complicato dalla ricerca del consenso che ispira il mondo politico. In genere una parte maggioritaria dell'opinione pubblica rifiuta inizialmente l'idea di salvare i primi che affondano (se la sono cercata, perché devo pagare io con le mie tasse per i loro errori ecc.) ma invoca salvataggi aggressivi quando la crisi si allarga. Per questa ragione i governi rimangono spesso inizialmente passivi e intervengono in ritardo, quando il salvataggio costa molto di più.

Per quanto riguarda la crisi bancaria degli ultimi giorni, l'intervento di sostegno dei governi, tanto negli Stati Uniti quanto in Svizzera, appare per una volta (almeno per il momento) equilibrato, così come è stato tecnicamente abile l'intervento della Bank of England a sostegno dei fondi pensione nel novembre scorso, studiato nella tempistica anche per fare cadere il governo Truss.

Alla fine ci ritroviamo con un grande compromesso in cui governi, banche centrali, banche, mercati e opinione pubblica possono ritrovarsi in un punto intermedio più aderente alla realtà sottostante. Le banche debolissime vengono chiuse e quelle deboli verranno acquisite, ma i depositanti vengono salvati, mentre creditori e azionisti vengono sacrificati. Le banche centrali, il Tesoro e i fondi di garanzia dei depositi intervengono tempestivamente (anche se hanno certamente sonnecchiato prima) con la giusta aggressività. Il bail out del sistema bancario americano con soldi pubblici c'è e come, ma è abilmente mascherato. La lotta all'inflazione da parte delle banche centrali prosegue, ma tiene conto della fragilità emersa nel sistema bancario (che fino a pochi giorni fa veniva visto come quasi inaffondabile) e rallenta di velocità. Il Quantitative tightening americano continua, ma il suo effetto, finora compensato dalla liquidità fornita al sistema



globale dalle banche centrali cinese e giapponese, viene ora ulteriormente attenuato, se non annullato, dal riallargarsi del bilancio della Federal Reserve causato dai nuovi finanziamenti alle banche ordinarie.

Anche i mercati si adeguano. Tramonta la hybris trionfalistica degli ultimi mesi, quella per cui si celebravano insieme la fine dell'inflazione, il pivot della Fed, la recessione evitata in qualsiasi sua forma, la solidità delle banche, del mercato del lavoro e dei consumatori con i loro eterni e inesauribili risparmi in eccesso.

Ora i mercati, al di là di un breve short squeeze, dovranno fare i conti da una parte con un'inflazione che fa fatica a scendere e qua e là risale e, dall'altra, con un ciclo economico che tenderà a rallentare nei prossimi mesi. E non dovranno dimenticare il fatto che le banche saranno da qui in avanti ancora meno disponibili a erogare crediti alle imprese. Avranno in cambio banche centrali un po' meno aggressive.



Perché dovrei salvare Bear Stearns coi miei soldi? Marzo 2008

È all'insegna del realismo, e quindi comunque positivo, anche il riavvicinamento dei sottovalutati bond e del sopravvalutato azionario avvenuto in questi giorni. Viene così corretta, almeno in parte, una distorsione che aveva sempre meno senso.

In conclusione, siamo di fronte a un bagno di umiltà e di realismo per tutti. Abbiamo affrontato uno stress test autentico e ne usciamo più consapevoli. È meglio così, per tutti.

**Alessandro Fugnoli**  
Kairos Group Strategist

#### Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazioni e senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.

Kairos Partners SGR SpA  
Via San Prospero, 2  
20121 Milano - Italia  
T +39 02 77718.1  
[www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com)

