

# TEORIE SBAGLIATE, ASPETTATIVE E INFLAZIONE

Se un ipotetico marziano, un essere dall'intelligenza superiore a quella umana, fosse venuto sulla Terra e avesse letto l'Alpha e il Beta di Carlo Benetti del 24 ottobre e quello della settimana precedente, entrambi dedicati ai Ruggenti anni Venti e a L'Ottobre Rosso, si sarebbe stupito.

Come l'ipotetico marziano avrebbe potuto cercare di spiegarsi e di spiegare ai suoi colleghi le decisioni del segretario al tesoro Andrew Mellon in concomitanza alla crisi degli anni Trenta? Andrew Mellon, con le parole di Carlo Benetti, "non aveva capito nulla di che cosa stesse accadendo e se ne uscì con il consiglio finanziario più sgangherato della storia".

Probabilmente il marziano avrebbe pensato che un sapere come quello economico non fosse ancora stato messo a punto dall'umanità. E invece la nascita della riflessione economica risaliva al 1776, a Adam Smith e al classico sulla ricchezza delle nazioni (1776), più di un secolo e mezzo prima. Come mai allora Andrew Mellon era indotto a pensare che la crisi fosse l'occasione per "liquidare il lavoro, liquidare le scorte, liquidare i contadini, liquidare gli immobili; tutto ciò farà spurgare quanto c'è di marcio nel sistema, la gente vivrà con più moralità e le persone intraprendenti raccoglieranno i cocci prodotti da quelli meno competenti"?

Mellon, come osserva Benetti, disponeva di una teoria e, purtroppo, quella teoria era sbagliata. Tant'è vero che "fortemente contrario all'impiego di denaro pubblico" quando, verso la fine del 1936 l'economia americana sembrava tornare alla normalità, la disoccupazione era diminuita, la produzione industriale e la borsa erano in ripresa, la Federal Reserve e il Tesoro ritirarono gli stimoli. Oggi noi sappiamo – commenta Benetti – che questo fu un errore. Tornò la recessione e la borsa riprese a scendere.

La teoria economica di Mellon si ispirava a una sorta di darwinismo sociale male inteso: lasciando fare al mercato sarebbero sopravvissuti solo i più forti, quelli capaci di adattarsi a un ambiente ostile.

Il fatto è che allora sembrava contro-intuitiva la celebre analogia di Keynes dei mercati borsistici come funzionanti secondo un curioso concorso di bellezza (effettivamente allora in voga in Gran Bretagna), dove non è importante quale sia la candidata oggettivamente più bella ma quella giudicata più bella secondo il gusto (probabilmente "cattivo gusto") dei più, della maggioranza cioè di chi partecipava al gioco. In altre parole è cruciale non tanto il modello teorico offerto dalla astrazione matematica, per quanto elegante, ma quello che pensano tutti gli operatori sul mercato, dai più grandi e importanti a quelli più modesti ma molto più numerosi. Per usare le parole del celebre articolo di Galton del 1905 su Nature questa è l'incarnazione della saggezza della folla.

Oggi, per esempio, tutti riconoscono il peso, nella perdurante inflazione, delle aspettative di inflazione. E ancora una volta la Federal Reserve e i suoi uffici studi si sono sbagliati quando per mesi e mesi continuavano a ripeterci che l'inflazione era transitoria: la maggioranza degli operatori non ha creduto a queste parole. Si è visto poi che le cose non stavano così, e oggi sarà difficile disinnescare le aspettative e uscire dal circolo vizioso tale per cui le aspettative di inflazione generano e continuano ad alimentare alti livelli di inflazione.

La morale di tutta questa storia è che se vogliamo capire la crisi di borsa degli anni Trenta è utile leggere i diari di un "uomo comune", il Benjamin Roth di cui ci parla Carlo Benetti nella sua lezione. Roth non si "beveva" i resoconti ufficiali e cercava di vedere le cose come stavano e di rifletterci con la propria testa.



**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di  
psicologia cognitiva  
presso l'Università Ca'  
Foscari di Venezia

Personalmente, il 19 ottobre 1987, mi trovavo a Milano in via Borgonuovo negli uffici dell'allora banca Worms, un braccio finanziario dell'allora più importante assicurazione francese (oggi confluita in Axa). Nel corso di quella mattinata il Dow Jones perse 508 punti, il 22,6% della sua capitalizzazione. Tutti avevano gli occhi sugli schermi e nessuno capiva quello che stava succedendo e perché stesse succedendo. Ho avuto la fortuna, per così dire, di assistere di persona a quella che ancor oggi è stata la giornata peggiore della borsa americana, un crollo superiore a quelli del 1929, del 2008, o del marzo 2020. Da allora sono sempre stato scettico nei confronti delle previsioni arroganti degli economisti che a posteriori sono capaci di spiegare quello che non erano stati capaci di prevedere, il famoso "senno di poi". Come ricorda Benetti, Robert Shiller, allora giovane professore a Yale e futuro premio Nobel, raccolse immediatamente le risposte di circa mille operatori e concluse che si "era trattato di un crash per ragioni emotive. Gli operatori avevano già in testa una potente narrazione di un imminente crollo del mercato". Insomma c'entravano le aspettative e non una proposta di legge sgradita al mercato o il disavanzo commerciale, e cioè le due spiegazioni che inizialmente si era cercato di dare per giustificare l'evento eccezionale e salvare l'ipotesi "forte" dei mercati efficienti.

Se proprio volete mantenere l'ipotesi dei mercati efficienti, lo potete fare soltanto nella sua forma più debole, come ho già argomentato a lungo a suo tempo.



Le tre ipotesi sui mercati efficienti: è utile in pratica solo quella debole, che presuppone il ritorno verso la media indicata dai prezzi e dai rendimenti che sono stabili ma solo sui tempi lunghi. Le ipotesi forti e semi-forti sono solo petizioni di principio, una sorta di affermazioni tautologiche. E, in effetti, sono inclassificabili.



Giuseppe Prezzolini (Perugia, 27 gennaio 1882 – Lugano, 14 luglio 1982) è stato un giornalista, scrittore, editore, docente universitario italiano con cittadinanza statunitense dal 1940.

Nello spirito dei due interventi Alpha e Beta di Carlo Benetti, già citati, desidero qui riportare una riflessione sulla "società degli apoti", quelli che non si bevono le informazioni ufficiali ma cercano di studiare e capire con la propria testa, magari anticipando i tempi come fu nel caso di Giuseppe Prezzolini (come è il caso di Roth ricordato da Benetti).

Forse direte che è una storia lontana, ma credo che la sua "morale" valga ancor oggi, forse addirittura più di un secolo fa, quando venne nel 1922 provocatoriamente avanzata da Giuseppe Prezzolini:

Giuseppe Prezzolini, noto intellettuale liberale, nel 1922 scrisse a Piero Gobetti, direttore della rivista "Rivoluzione liberale". La lettera fu recapitata il 22 settembre del 1922, trentasei giorni prima della marcia su Roma. Prezzolini propone a Gobetti di fondare la società degli apoti, un termine coniato mescolando l'alfa privativa greca con il verbo latino potare, che vuol dire bere. Gli apoti, insomma, sono quelli che non se la bevono. Prezzolini non si beveva né la propaganda politica fascista né quella degli oppositori. Gobetti gli rispose sdegnato, combattivo, ma forse non realista in merito alle forze in campo e a un futuro che sarebbe stato fosco per lungo tempo, almeno per chi condivideva le idee della "Rivoluzione liberale". Prevedendo o intuendo come sarebbero andate le cose, Prezzolini nel 1923 compie il suo primo viaggio a New York dove tiene un corso estivo alla Columbia University. Nel 1925 sarà nominato, nonostante il parere contrario del governo fascista, rappresentante per l'Italia presso un'istituzione internazionale con sede a Parigi (l'antenata dell'attuale Unesco). Tornerà poi nel 1929 a New York e vi risiederà a lungo per dirigere la Casa Italiana alla Columbia University, un centro di studi e di formazione.

L'apota è dunque colui che non se la beve e Prezzolini si riferiva alla propaganda politica del suo tempo.

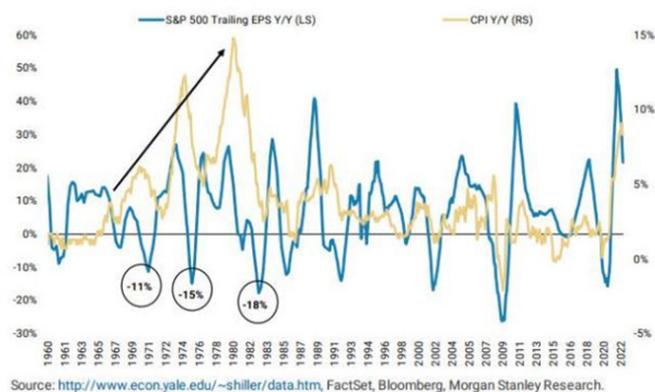
Per questo vorrei qui fare un omaggio a una nuova e auspiciata società di apoti, quelli cioè che non si limitano a non bere nessuna forma di propaganda politica o ideologica, sempre più diffuse grazie all'andazzo dei social e dei media che fanno di tutto pur di richiamare l'attenzione. Gli apoti di oggi hanno di fronte a loro una sfida ancor più difficile di quella di un secolo fa: devono sollevare il dubbio anche sulla fondatezza delle scoperte scientifiche. E, più in particolare, proprio su quelle ricerche scientifiche che hanno a che fare con le scienze cognitive che studiano il funzionamento della specie umana studiato tramite gli esperimenti, lo strumento scientifico più rigoroso se ben utilizzato. Buona parte delle scienze umane hanno una caratteristica cruciale rispetto alla descrizione fisica del modo, una caratteristica che richiama il concorso di bellezza keynesiano: sia che voi crediate che la terra giri intorno al sole, come nel sistema tolemaico, o che crediate che sia il sole a girare intorno alla terra, come ci diceva il sistema aristotelico, resta il fatto che oggettivamente è la terra a girare intorno al sole. Nelle scienze naturali quello che una persona crede non conta, le maggioranze o le minoranze non contano, conta solo la dimostrazione scientifica. La scienza non è democratica, ma non è neppure aristocratica: tutti possono contribuirvi.

Al contrario, l'immagine dell'uomo che discende da un sistema psicologico induce a credere che la specie umana funzioni in un certo modo e che quindi è bene, o è opportuno, comportarsi in un dato modo. Se non altro legittima l'adozione di quel modello in ambito sociale. In altre parole discipline come le scienze cognitive modificano il modello che l'uomo ha di sé stesso. Quindi, in questi campi, è ancora più importante "non bersi" quello che ci raccontano. Ma nelle scienze per fortuna vi è del metodo, ed è importante usarlo bene. In questo senso l'apota è diverso dallo scettico o dal dubbioso, almeno nell'accezione che a noi qui interessa. L'apota è in condizioni di non "bersi" delle affermazioni perché può ricorrere a un metodo che permette di diffidare della loro fondatezza. Nell'apota c'è cautela proprio nei confronti delle affermazioni che riguardano l'agire e il pensare degli uomini. Se una persona è un terrapiattista e crede che la terra sia piatta o che sia al centro del sistema solare – come per tanto tempo hanno pensato i tolemaici – questa credenza non ha un impatto diretto sui suoi modi di comportarsi. Ma se un esperimento di psicologia viene fatto male e i suoi risultati vengono poi insegnati e diffusi, allora è possibile fare danni. Lo stesso vale per le teorie economiche come mostrano non solo le decisioni di Mellon ma anche le recenti comunicazioni e azioni della Fed (per lo scontro sull'ipotesi dei mercati efficienti rimando all'Ottobre rosso di Benetti).

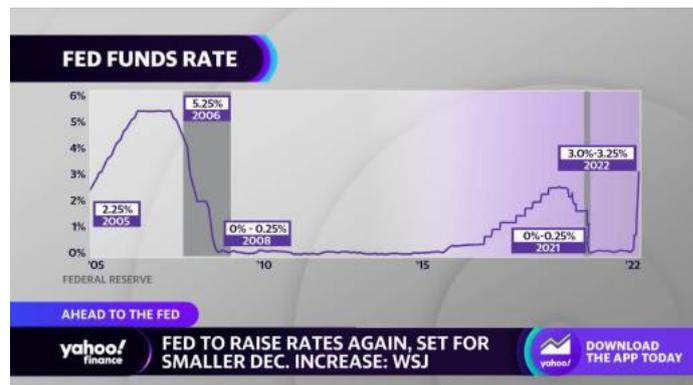
Più in generale, anche al di là dei fatti economici, è forse bene oggi avanzare un monito da ascoltare in una società dove sempre più persone si bevono sempre più di tutto, e spesso senza neppure accorgersi del sapore e delle conseguenze di quello altri fanno loro ingurgitare.

Concludendo, e ancora una volta, la figura del consulente preparato e non in conflitto di interessi diventa sempre più rilevante per aiutare il risparmiatore a non "bersi tutte le notizie" che si succedono giorno per giorno e a non credere a teorie astratte, ma andare a vedere quali sono le aspettative presenti sui mercati regolandosi su di esse. Chi non lo fa, come recentemente la premier dimissionaria britannica Liz Truss, lo fa a suo rischio e pericolo può andare incontro in poco tempo a brutte sorprese. Difficile distinguere segnali e rumore se non si ha studiato e se non si conoscono i dati storici. Meglio un consulente se non si è capaci, come a quanto pare sono, cioè non sono, quasi tutti.

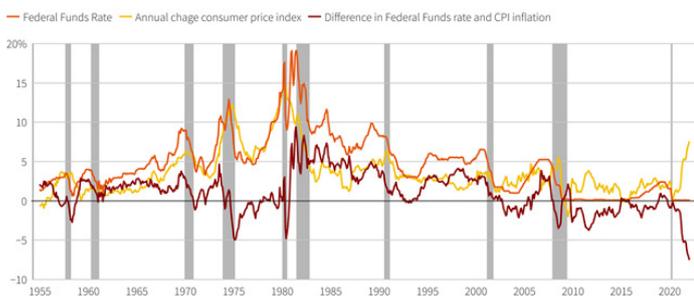
**Exhibit 4: Meaningful Earnings Drawdowns Are Absolutely Feasible in Periods of Elevated Inflation...**



Nei periodi di elevata inflazione, come quella attuale che non era stata prevista (vedi lezione), capita spesso che gli utili ne risentano perché le aziende hanno difficoltà a scaricare immediatamente l'inflazione sui clienti finali. Fonte: Bloomberg modificata.



La Fed si è sbagliata nelle previsioni e si è trovata a dover alzare rapidamente e massicciamente i tassi dopo un lungo periodo in cui erano stati tenuti quasi tenuti a zero. Fonte: Bloomberg modificata.



Il disallineamento tra l'inflazione e i tassi che sono stati alzati rincorrendo un'inflazione che non era stata prevista in questi termini. Fonte: Bloomberg modificata.



In questi periodi di grande volatilità il ruolo delle aspettative sui mercati è rilevante ed è una dimostrazione di quel meccanismo che è il cosiddetto concorso di bellezza keynesiano. Fonte: Bloomberg modificata.

**Prof. Paolo Legrenzi**

Laboratorio di Economia Sperimentale  
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.