

INFLAZIONE, LUSSO, INVESTIMENTI

Nella lezione 420 ho parlato dei beni di lusso e del loro mark up. Carlo Benetti, nel suo Alpha e Beta del 19 luglio 2021 ci racconta come l'inflazione torni a fare paura ma anche come ci pensi Powell a rassicurare. In questa lezione 421 vorrei parlare dei rapporti tra lusso e investimenti in tempo di inflazione e di come questo rapporto si iscriva nel presupposto di base della consulenza comportamentale: è il funzionamento della nostra testa e non l'andamento dei mercati l'insidia maggiore per i nostri investimenti. Per parlare di inflazione bisogna però prima parlare di come si misura l'inflazione perché, per accorgersene, bisogna misurarla. E non sempre questa misura è ovvia.

Il valore dei beni si misura, in economia, con i prezzi di scambio dei beni. Ci sono almeno tre modi per parlare di prezzi.

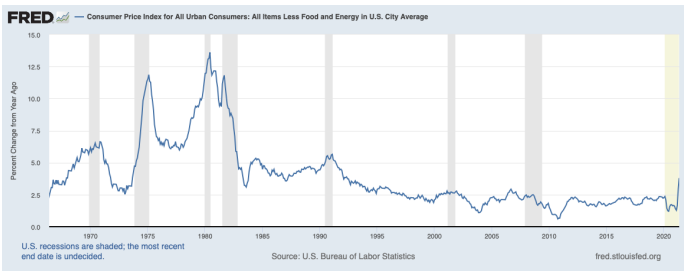
Come sempre, in primo luogo, abbiamo il senso comune. L'economia ingenua da per scontato che i prezzi dei beni corrispondano alla quantità di soldi che ogni giorno incassiamo se vendiamo qualcosa e, viceversa, sborsiamo quando decidiamo di comprare qualcosa. Questo tipo di prezzi viene chiamato "prezzo nominale" perché corrisponde all'operazione di nominare quanti soldi incassiamo o sborsiamo in un dato momento. Per quasi tutte le persone i prezzi dei beni non sono altro che questo, soprattutto di questi tempi. Sottolineo soprattutto di questi tempi perché i prezzi sono da anni relativamente stabili. Non era così negli anni Settanta del secolo scorso quando l'inflazione superò il 10% negli Stati Uniti con punte del 20% in Italia. Beninteso, questo è un dato medio: il prezzo di alcuni beni cresce di più rispetto ad altri quando la moneta si indebolisce. Con l'inflazione le persone si accorgono che ci vogliono più soldi per comprare la stessa cosa. Il fenomeno diventa a tutti evidente quando il bene resta identico, per esempio l'energia elettrica, la benzina, i giornali, e tante altre spese ricorrenti nella quotidianità.

Allora le persone notano il fenomeno e non gradiscono la cosa soprattutto, come avviene nella maggioranza dei casi, se le loro entrate non crescono altrettanto. Per prevenire le reazioni negative dei lavoratori che, a fronte di stipendi uguali, vedono aumentare il costo della vita, in Italia venne introdotta la scala mobile, e cioè l'aggancio automatico della crescita dei salari alla crescita dei prezzi dei beni. Questo automatismo, però, ingessa l'economia e l'aggancio venne in Italia eliminato con un referendum ai suoi tempi noto e contrastato. Quando le persone si rendono conto della perdita di valore nel tempo della moneta tengono conto dell'inflazione e di conseguenza correggono i prezzi nominali sottraendo il valore dell'inflazione: abbiamo così i prezzi reali. I prezzi reali permettono di confrontare i prezzi nel tempo perché i valori vengono parificati annullando l'effetto nel tempo dell'inflazione.

I ricordi dei tempi di forte inflazione affondano nel passato perché dagli anni Ottanta l'inflazione è sempre scesa pur con variazioni temporanee. Ora se ne torna a parlare perché l'inflazione recentemente ha avuto un forte incremento in breve tempo negli Stati Uniti. Powell, il presidente della Fed, ha incontrato i membri del Congresso dopo la pubblicazione del dato di giugno: +5,4%. Ma potrebbe trattarsi - sostiene il presidente della Fed - di un picco temporaneo come ce ne sono stati in passato in un lungo trend di discesa (cfr. figura). Oppure è forse il segnale dell'inizio della fine di un ciclo quarantennale? Secondo Powell lo scenario generale non è cambiato e l'inflazione è riconducibile a fenomeni temporanei legati alla turbolenta uscita dalla pandemia (i prezzi non sono saliti allo stesso modo per tutti i beni).

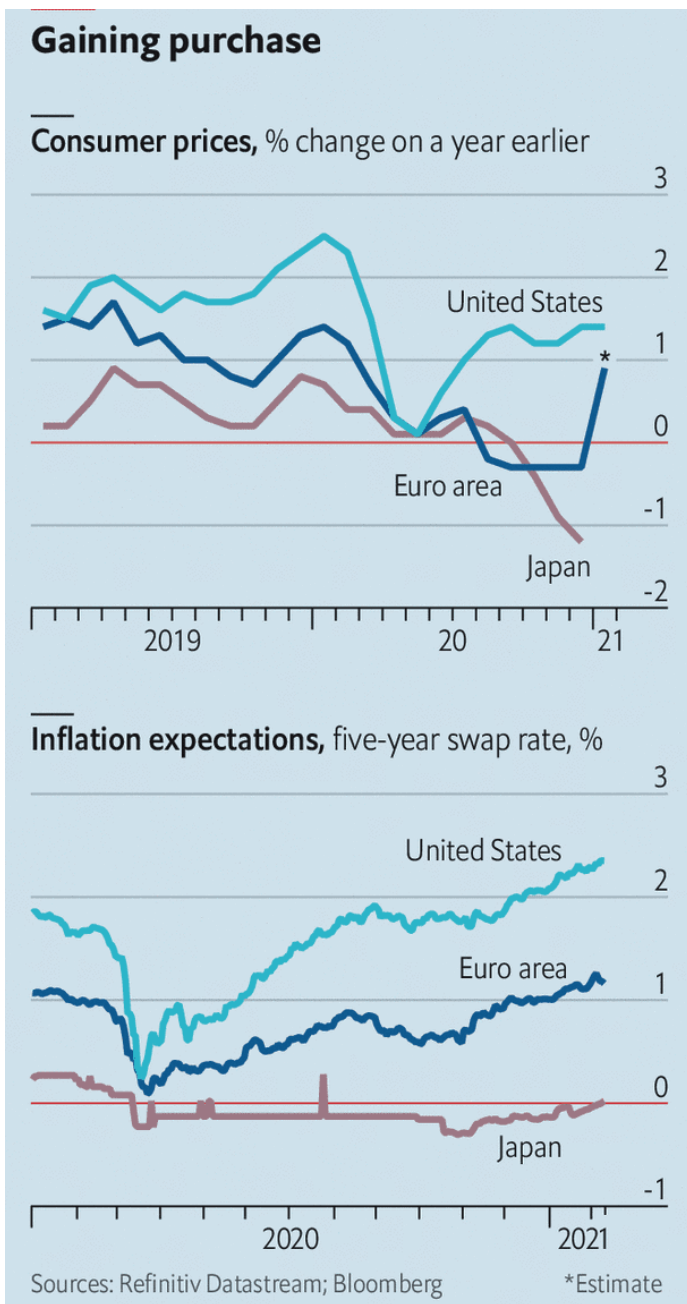


Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



Inflazione dal 1960 a oggi negli Stati Uniti. Si noti che il recente picco non è così rilevante se collocato in un quadro temporale più ampio. Fonte: FED modificata.

Il recente aumento dell'inflazione negli USA è più appariscente, come sempre, se si considera una finestra temporale più ristretta, e cioè quello che è successo negli ultimi due anni.



Andamento dei prezzi al consumo negli USA, in Europa e in Giappone. Fonte: Economist modificata.

Nella figura relativa all'ultimo biennio si vede che il fenomeno del ritorno della crescita dell'inflazione interessa molto gli USA e per nulla il Giappone. L'Europa sta a metà strada e le aspettative di inflazione si ricavano dal confronto dei valori in rapporto ai diversi orizzonti temporali futuri.

L'inflazione è una terribile insidia per chi desidera fare gli investimenti corretti e fruttiferi nel tempo. Come sempre l'insidia si annida nella testa delle persone e non nell'andamento dei mercati.

Una storia chiarirà la natura dell'insidia. Molti anni fa lavoravo per una banca che aveva sede in una ventina di paesi tra cui la Germania e la Turchia. In Germania c'era un'inflazione del 2%, in Turchia del 10%. Presentai la seguente storia a un ampio campione di clienti e di impiegati della banca presenti nei due paesi:

L'impiegata A e l'impiegata B lavorano l'una in Turchia e l'altra in Germania. Il loro stipendio è 100. A e B sono state entrambe promosse e lo stipendio di A, che lavora in Turchia, è passato da 100 a 111. Lo stipendio di B, che lavora in Germania, è passato da 100 a 104. In Germania l'inflazione è del 2%, in Turchia è del 10%. Quale, tra A e B, ha migliorato di più il suo tenore di vita?

La maggioranza dei clienti della banca risponde che A ha sta relativamente meglio perché è passata da uno stipendio di 100 a uno stipendio di 111 mentre B è passata da 100 a 104, un aumento che è meno della metà. Però la minoranza che risponde correttamente, tenendo presente la differente influenza dell'inflazione nei due paesi nel ridurre il tenore di vita effettivo, è meno piccola in Turchia che in Germania perché in Turchia le persone sono più consapevoli degli effetti dell'inflazione. Quando invece presentai la domanda ai dipendenti della banca quasi tutti risposero correttamente che l'impiegata B aveva avuto un aumento in termini reali maggiore di A. Ma la risposta veramente interessante è quella che ottenni dai consulenti della banca che lavoravano a stretto contatto con i clienti. Quando chiesi:

Chi è più felice, A che è passata da 100 a 111, oppure B, che è passata da 100 a 104?

La maggioranza dei consulenti rispose che A sarebbe stata più felice perché aveva avuto un aumento di più del doppio di B passando da 100 a 111, un incremento di più del 10% rispetto allo stipendio precedente. In altre parole i consulenti davano per scontato che per la maggioranza dei loro clienti quello che conta è l'aumento a prezzo nominali, non quello a prezzi reali e, soprattutto, l'entità percentuale dell'aumento rispetto allo stipendio precedente. Se trasferite questo ragionamento agli investimenti, scoprite la natura dell'insidia di cui vi parlavo prima. Essa consiste nel tenere presente i valori nominali assoluti e non i valori corretti per l'inflazione.

Ecco perché la mia casa, anno dopo anno, dal 1975 a oggi è sempre sembrata a molti un buon affare. Ma in termini reali dipende con quale investimento alternativo la si raffronta. Per quanto si sono moltiplicati i milioni spesi per l'acquisto del 1974? Non certo per quanto si è moltiplicato il Nasdaq che è passato da 90 a più di 14 mila!

Ma il Nasdaq ogni tanto è sceso, causando timori e paure, la casa invece, anche grazie all'azione benefica dell'inflazione (ignorata) e al fatto che non ha una quotazione giornaliera né settimanale, è sempre salita. Da un punto di vista del cliente la casa è un bene che dà più felicità perché sembra non scendere mai di valore, soprattutto se si ragiona a prezzi nominali.

E che dire dei Btp che rendevano il 20% quando l'inflazione era al 19%? Grande soddisfazione per il risparmiatore. Oggi rendono il 2 con l'inflazione all'1% e sono una grande delusione.

Ma per capire meglio il confronto tra il valore della casa e quello Nasdaq e, più in generale, per confrontare le diverse asset class e misurarne l'efficienza relativa bisogna ragionare in termini di prezzi relativi.

In un mio libro del 2011 pubblicato dall'editore Laterza con il titolo "I soldi in testa", lo stesso titolo della rubrica che stato iniziare per GAM asset management (la società fondata dal mitico Gilbert De Botton), ho raccontato quel che mi era successo con il prof. Gaetano Kanizsa che mi aveva chiamato a Trieste nel 1974. Erano anni di forte inflazione e lui, alla fine del mese, incassava il suo stipendio in contanti e pagava subito il conto mensile dell'Hotel Jolly. Dato che notava la proporzione tra l'entità dello stipendio e l'entità del conto a un certo punto cominciò a notare in termini critici quanto costasse l'albergo. Teneva da anni in un cassetto della scrivania, mese dopo mese, sia il conto dell'albergo che lo statino dello stipendio. Io così gli mostrai la natura dei prezzi relativi calcolando il rapporto tra l'entità dello stipendio e il costo delle notti al Jolly (dormiva sempre lo stesso numero di notti da anni). Scoprii così che il suo stipendio era sì aumentato con gli anni ma era aumentato meno di quanto non fosse cresciuto il costo dell'albergo. Lo indussi così a fare quello che la maggioranza delle persone non fa, soprattutto quando è aiutata dall'illusione della inflazione. Keynes, per primo, la chiamò "money illusion" cogliendone l'aspetto illusorio, ingannevole. In altre parole, negli anni dell'inflazione gli italiani investivano i loro risparmi in titoli di stato e in immobili. Erano contenti perché, nominalmente non calavano mai. Ma non confrontavano questi investimenti con scelte diverse, proprio perché erano soddisfatti delle scelte fatte che venivano replicate. Le cose raccontate così vi sembreranno ovvie e vi stupirete che le persone non facciano queste operazioni di confronto tra asset alternativi. Io mi stupisco meno perché per anni ho presentato questa prova ai clienti e ai consulenti di quella banca multinazionale di cui vi ho parlato sopra. Un esercizio semplice, eccolo:

Dieci anni fa ho acquistato una cassa di bottiglie del pregiato vino X e, ad ogni anniversario del mio matrimonio, ho invitato degli amici per bere insieme una bottiglia. Avevo pagato le bottiglie 20 euro ciascuna. Giunto al decimo anno chiedo agli amici quanti soldi ci siamo bevuti tenendo presente il prezzo a cui ho comprato quella bottiglia.

Le risposte possibili sono quattro:

- 1) Non mi sono bevuto nulla perché la bottiglia era già mia e quindi non ho speso una lira.
- 2) Mi sono bevuto i 20 euro spesi allora per l'acquisto.
- 3) Mi sono bevuto i 20 euro più l'aumento dovuto all'inflazione del decennio.
- 4) Mi sono bevuto i soldi necessari per acquistare la stessa bottiglia del vino X oggi, e cioè il costo di sostituzione.

Le risposte che raccolsi venti anni fa (e che credo otterrei anche oggi) sono state le seguenti:

- la maggior parte dei clienti, persone inesperte mi rispose 1) oppure, al secondo posto, 2).
- La maggioranza dei consulenti mi rispose 3) perché erano consapevoli degli effetti dell'inflazione.
- Ma soltanto gli economisti e gli esperti di economia sanno che la risposta corretta è la 4), e cioè il costo di sostituzione.

La 4) è corretta perché quel vino può essere salito di prezzo più dell'inflazione media, come capita spesso con i beni di lusso.

E voi, che cosa avreste risposto? Come vedete non è poi così intuitivo ragionare in termini di prezzi relativi. Domandarsi cioè quante parti di un fondo che quota l'indice Nasdaq ci vorrebbero oggi per comprare una casa identica a quella comprata nel 1974 quanto il Nasdaq valeva 90 e la casa tot milioni. Eppure solo i prezzi relativi sono il criterio principe che guida il confronto degli investimenti sui tempi lunghi e mostra le scelte più efficienti. E siamo così giunti a un'altra considerazione.

Visto che le persone non sempre colgono gli effetti dell'inflazione a meno che questa sia altissima quali sono oggi i migliori investimenti se dovete collocare dei risparmi nella prospettiva di un'inflazione crescente? I posti migliori sono quelli dove le persone badano meno all'inflazione e le aziende possono facilmente far crescere i prezzi per compensarla. E cioè:

- I beni e servizi tecnologici che vengono continuamente aggiornati ed è quindi difficile fare un confronto con il passato.
- I beni di lusso hanno un forte mark-up, dove cioè le case produttrici sono in grado agevolmente di trasferire l'inflazione sul costo finale.

Infine, come sarà l'inflazione in futuro? L'extra rendimento del rendimento dei Buoni del tesoro statunitensi a 10 anni rispetto a quelli a due anni, extra-rendimento che è tanto più alto quanto più grandi sono le aspettative di inflazione, oggi è sotto all'1%, meno della media dell'ultima decade.

In conclusione meglio le azioni tecnologiche e quelle del lusso anche in vista di un'inflazione crescente. E ricordiamoci che i confronti vanno fatti tralasciando le oscillazioni a breve termine: "Oltre il tempo presente", come recita il titolo del mio ultimo libro con Guerini (maggio 2021). Per tornare alle osservazioni di Carlo Benetti e al suo ottimo "Sindrome cinese" del 19 luglio 2021 desidero chiudere con le parole del deputato repubblicano citato da Benetti: "Dormirò con un occhio aperto finché questo numero non comincerà a calare".

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

**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.