

La ripresa è piena di occupazione e più lavoro uguale più crescita. L'Italia batte Francia e Germania, e perfino gli USA.

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Chiara Casale

Economista
Ceresio Investors

In sintesi

- Nel PIL l'economia italiana va meglio della francese e della tedesca
- Nella creazione di nuovi occupati supera la potente job-machine a stelle e strisce
- La maggiore crescita italiana si deve sia agli stimoli, come il superbonus, sia alla performance dell'export
- Nei prossimi trimestri il manifatturiero beneficerà del rafforzamento della domanda globale
- La ripresa mondiale acquista velocità e si allarga geograficamente e merceologicamente
- L'inflazione continua a raffreddarsi lentamente
- Lo scenario è favorevole alla riduzione dei tassi di interesse e all'aumento degli utili aziendali
- L'immigrazione espande l'offerta di lavoro e dà fiato allo sviluppo economico

Ripresa crescente

La **nave Italia** avanza nei marosi dell'economia mondiale. E tiene il tempestoso mare globale meglio di quelle francese e tedesca. **Tre indicatori** lo dimostrano: PIL, occupazione ed export.

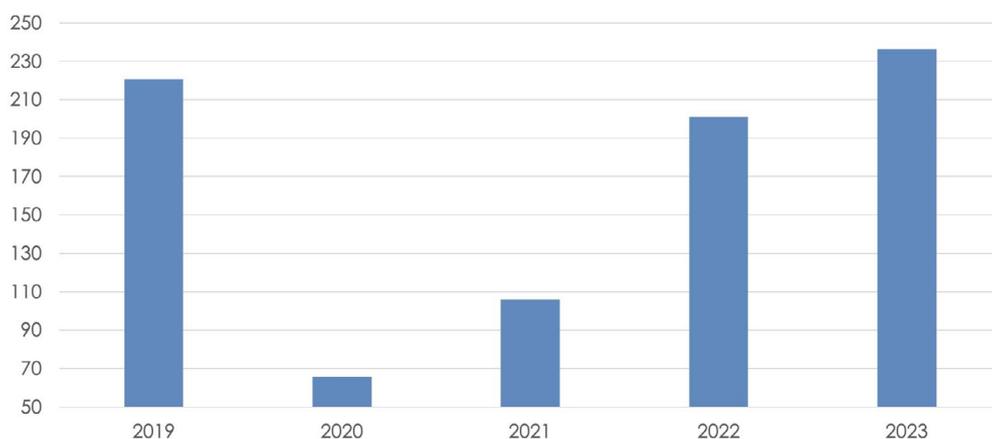
L'**aumento del PIL** dell'Italia è andato ben oltre quello che ci si sarebbe attesi sulla base dei poveri dati pre-pandemia e ha superato di alcune lunghezze i risultati ottenuti dai cugini d'oltralpe e dai rigorosi germanici: +4,4%, contro +3,4% e +0,6% nel primo trimestre '24 rispetto al primo '19.

Lo spunto vincente si deve a tre fattori.

Il primo è il ritorno alla normalità post-Covid dei viaggi turistici internazionali e l'Italia, assieme alla Spagna, ha beneficiato particolarmente della voglia delle persone di rimettersi in moto e visitare luoghi di rara bellezza monumentale o paesaggistica (Grafico 1). È probabile che l'esperienza pandemica abbia **cambiato le preferenze** dei consumatori a favore di questo impiego del tempo libero e della capacità di spesa, a svantaggio di beni materiali, di cui si tende sempre più a privilegiare l'uso piuttosto che la proprietà (per esempio, noleggiando auto ed elettrodomestici, anziché acquistandoli). Comunque, informazioni quali-quantitative dicono che l'ascesa di arrivi e presenze dall'estero sta proseguendo nel 2024.

Il secondo fattore è l'**effetto superbonus**. Effetto diretto e indiretto. Benché molti continuino a negare sostanziali benefici reali dall'incentivo e lo criticano per eccessiva generosità (forse) e pessimo disegno legislativo (caratteristica tipica delle norme italiane), i numeri non mentono: tolti gli **investimenti in abitazioni** (che includono i lavori di ristrutturazione), il PIL italiano sale dell'1,5% nello stesso periodo utilizzato sopra (Grafico 2).

Gr. 1 - Il turismo spicca il volo
(Italia, presenze straniere in milioni)



Source: elaborazione REF Ricerche su dati ISTAT

Gr. 2 - Metti un superbonus nel PIL (Italia, PIL a prezzi concatenati, 1° tr. '19=100)



Source: elaborazione REF Ricerche su dati ISTAT

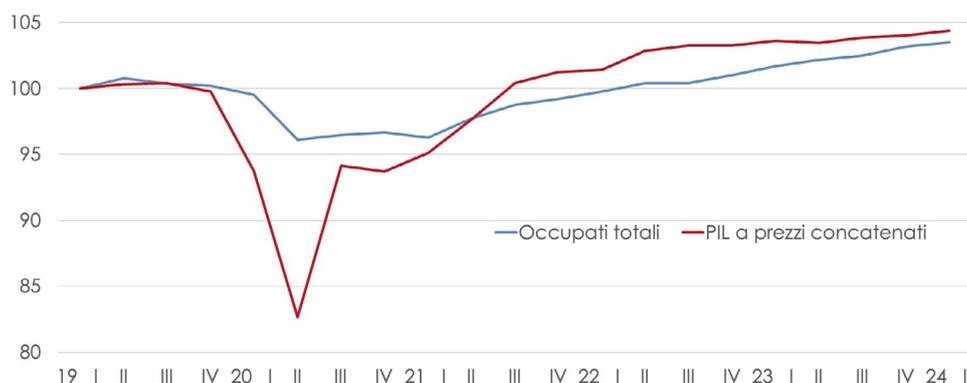
Questo calcolo, grezzo ma efficace, non tiene conto del primo effetto indiretto, che gli economisti chiamano **moltiplicatore**, il quale è tanto più grande quanto più depresse sono le condizioni economiche, come era certamente il caso dell'Italia all'uscita dalla pandemia. Ma c'è un altro effetto indiretto, del tutto imponderabile, che è costituito dal **rafforzamento del tessuto socio-economico** quando l'economia si espande più rapidamente. In termini tecnici si tratta dell'aumento del PIL potenziale, sia come livello sia come ritmo di incremento; l'esistenza di questo effetto è dimostrata dalla revisione al rialzo della **crescita potenziale** dell'Italia all'1%, da meno dello 0,5% pochi anni fa. Gli economisti fanno sempre dipendere il PIL effettivo da quello potenziale, ma in realtà la relazione è biunivoca: un maggiore PIL effettivo accresce anche quello potenziale. In fondo, è quello che accade agli atleti con gli allenamenti, che migliorano le prestazioni.

Il terzo fattore si allaccia proprio al secondo effetto indiretto ed è costituito dalle **politiche di bilancio** che hanno sostenuto domanda e offerta dell'economia con interventi mirati per ripararle dai colpi dei lockdown, prima, e della crisi energetica, poi. Il rischio è che ora, sotto la

pressione dei partner europei "frugali", si cerchi di **ridurre il deficit pubblico** a tappe forzate, con conseguenze negative simili a quelle causate dalla crisi dei debiti sovrani. Occorre giudizio nelle scelte, evitando di sprecare risorse con ulteriori mance elettorali (tipo anticipo delle pensioni) e tenendo la barra dritta del potenziamento del sistema produttivo grazie al PNRR.

L'**occupazione italiana** è ai massimi storici. E continua a salire più rapidamente di quello che suggerirebbe il PIL (Grafico 3). È forte la tentazione di affermare che sta calando la **produttività**. Mentre è molto più probabile che le stime del prodotto italiano siano troppo basse. In effetti, i dati del 2021 sono stati rivisti dal +6,6% iniziale al +8,3% attuale; e quelli del 2022 dal +3,7% al +4,0%, ma il **ritocco maggiore** avverrà con il prossimo ricalcolo, che si baserà su informazioni complete. Nel Grafico 3 si nota, appunto, l'appiattimento della curva del PIL nei due ultimi anni, quelli ancora passibili di revisione, mentre l'occupazione marcia a ritmo (inclinazione della linea) pressoché costante.

Gr. 3 - Occupati e PIL convergenti (Italia, indici 1°tr. '19=100)

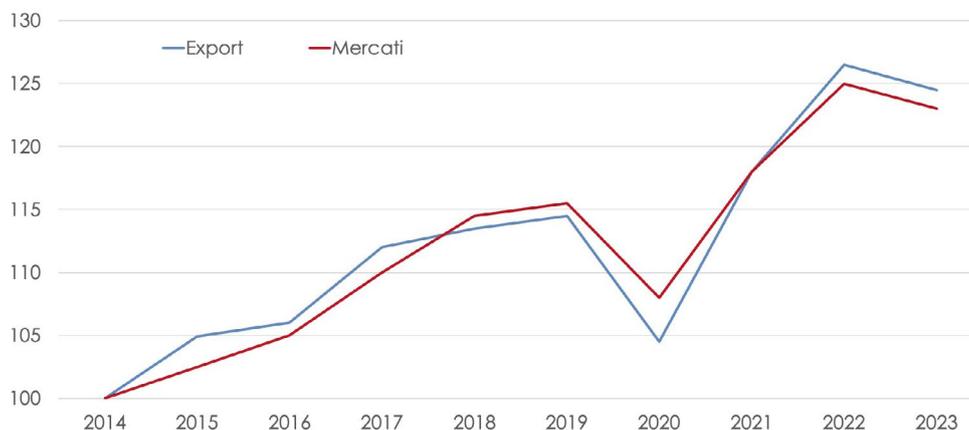


Source: elaborazione REF Ricerche su dati ISTAT

L'**export**, infine, sta andando come o meglio dei suoi mercati di riferimento (Grafico 4). Cioè, difende o **conquista quote**. Soprattutto, la posizione rispetto a Francia e Germania si è rovesciata: se fino al 2019 compreso queste ultime riuscivano a far crescere le vendite all'estero più rapidamente

dell'Italia, nel periodo successivo gli acquisti esteri di Made in Italy sono saliti in volume molto di più, tanto che nel 2023 erano di quasi il 9% sopra i livelli di quattro anni prima, mentre Francia e Germania registravano valori inferiori a quelli di allora. Ciò è avvenuto grazie alla maggiore **diversificazione**

Gr. 4 - Il Made in Italy galoppa (Italia, export di beni e suoi mercati, volumi, '14=100)



Source: elaborazione REF Ricerche su dati ISTAT, Banca d'Italia

produttiva, alla complessità dei beni esportati (funzione del numero di prodotti e Paesi di sbocco), al costante aumento della **qualità** (misurato dalla

salita del rapporto tra valori medi unitari e prezzi alla produzione dei beni esportati, Grafico 5), all'innovazione e alle **competenze dei lavoratori**.

Gr. 5 - L'upgrading della qualità italiana
(Valore unitario dell'export diviso prezzi all'export, g. '00=100)



A questi fattori si sono aggiunti il **nearshoring** e il **friendshoring**, da cui il Made in Italy può trarre vantaggio perché ha filiere produttive complete ed è solidamente inserito nelle catene globali del valore.

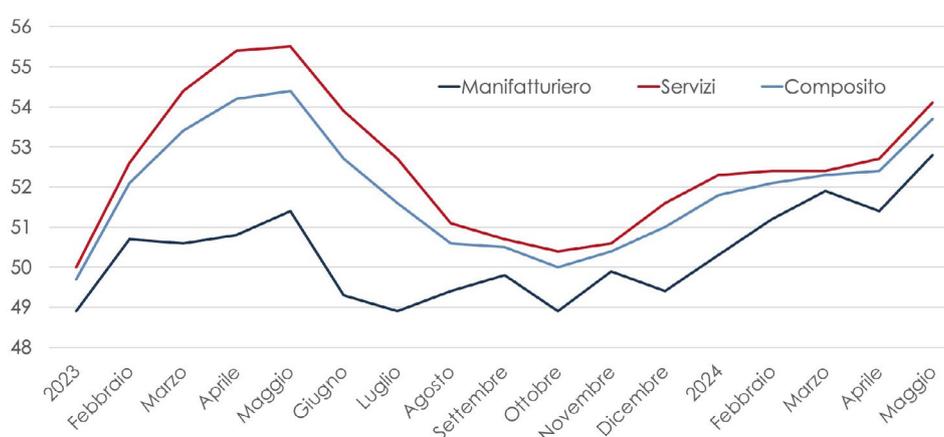
Come andrà a finire? Nei prossimi trimestri gli effetti del superbonus verranno meno, dopo lo stop decretato dal ministro dell'Economia, perfino con effetti fiscali retroattivi; in compenso la **ripresa globale** sta sempre più prendendo forza, come l'Osservatorio va ripetendo da qualche tempo e come anche gli ultimi **dati PMI** confermano (Grafico 6). E coinvolge viepiù il **manifatturiero** e quindi gli scambi con l'estero (di cui i beni industriali sono la stragrande maggioranza).

Perciò, all'indebolimento delle costruzioni, che sarà comunque limitato dall'accelerazione degli investimenti del PNRR, si sostituirà la ripartenza del manifatturiero, che aveva patito di più per l'aumento dei tassi di interesse. La conclusione è che l'annata 2024 del PIL italiano sarà migliore delle stime di qualche mese fa e anche delle più recenti. Si accettano scommesse su un aumento superiore al +1%.

A proposito di ripresa globale, in estrema sintesi va sottolineata la sua **estensione a Paesi e settori** e va rimarcato che la coralità aggiunge forza e che il manifatturiero, essendo ciclico, imprime un maggior numero di giri al motore. Come se

si **innestasse il turbo**, termine che tra qualche anno, con la diffusione dei motori elettrici, diverrà sconosciuto ai più. Tutto questo ha implicazioni per gli investimenti finanziari, perché vuol dire maggior crescita degli utili e rotazione dei titoli.

Gr. 6 - La ripresa globale accelera
(PMI globale, output, >50=espansione)



Source: elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

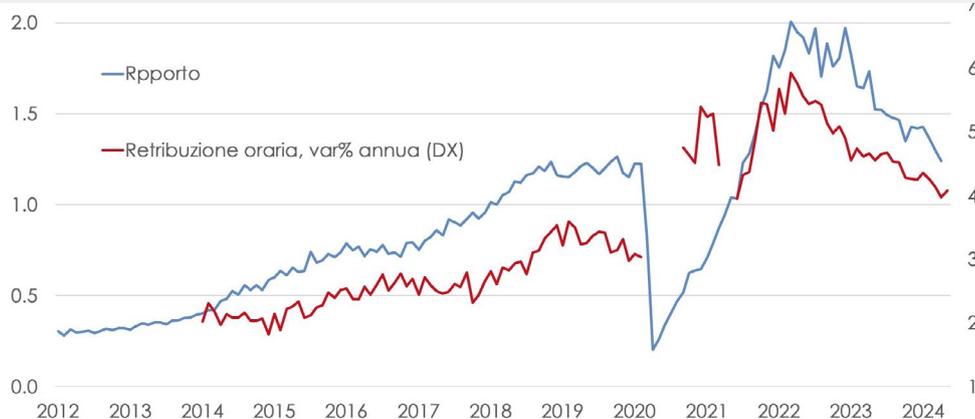
Inflazione calante

I numeri recenti e in uscita vanno confermando il quadro delineato nell'ultimo Osservatorio: l'**inflazione americana** ha ripreso a scendere. E ci sono sia **fattori statistici** sia fattori reali dietro il raffreddamento. Quelli statistici hanno a che fare con la difficoltà di cogliere i mutamenti nei comportamenti con i filtri che eliminano le variazioni stagionali; tali filtri sono stati elaborati usando serie storiche lunghe che abbracciano il periodo caratterizzato da una dinamica dei prezzi al consumo quasi nulla (per un esame più approfondito si rimanda all'Osservatorio di maggio 2024).

I **fattori reali** sono concentrati nella riduzione della tensione nel **mercato del lavoro USA**: il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è tornato ai valori del 2019, che erano alti rispetto al periodo successivo alla Grande crisi finanziaria ma non avevano portato ad aumenti salariali preoccupanti (Grafico 7).

Le cifre di maggio di occupati e salari a prima vista sono poco tranquillizzanti, con aumenti ancora forti. Le tendenze, però, vanno osservate su un arco di tempo più lungo, che non risente della volatilità mensile.

Gr. 7 - In USA posti liberi meno numerosi (Rapporto tra posti di lavoro vacanti e disoccupati)



NB: sono stati esclusi i dati distorti dagli effetti dei lockdown sull'occupazione
Source: elaborazione REF Ricerche su dati US BLS

E in direzione della moderazione si muovono anche i **salari offerti per le nuove assunzioni**, i cui aumenti sono tornati quelli del 2019. All'opposto, nell'**Eurozona** il **sistema di negoziazione** delle retribuzioni ha consentito nel

biennio passato di imbrigliare la rincorsa tra prezzi e salari, ma ora genera un'eco più lunga per il recupero del potere d'acquisto che avviene con ritardo e in base al dettato dei contratti collettivi (Grafico 8).

Gr. 8 - Salari in frenata (Var. % annua delle retribuzioni offerte per nuove assunzioni, media mobile tre mesi)



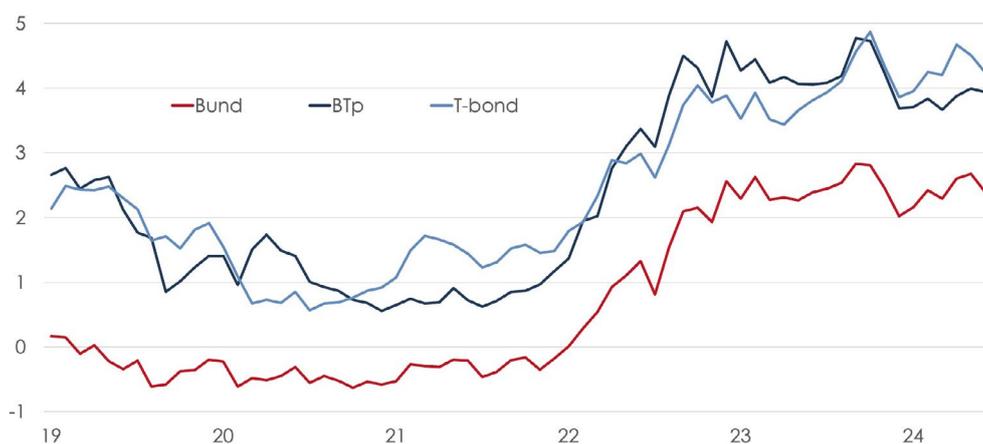
Source: elaborazione REF Ricerche su dati Indeed

Tassi in discesa e Borse in ascesa

Il quadro macroeconomico con ripresa che si rafforza e inflazione che si sgonfia conduce ad aspettarsi **ulteriori riduzioni dei tassi**, accantonando le paure che erano corse nei mercati di un'ulteriore stretta da parte della **FED**. Il che spiega il balzo all'ingiù dei rendimenti sui titoli lunghi (Grafico 9). Ma è anche una riduzione **senza fretta**, proprio perché l'economia è in salute

e non ha bisogno di cure da pronto soccorso. E la **BCE**, che si è mossa per prima? Dovrà essere ancora più paziente nel far seguire altri tagli al primo, proprio perché la pressione salariale è più persistente.

Gr. 9 - Tassi in odore di calo
(Rendimenti % titoli sovrani decennali)



Source: elaborazione REF Ricerche su dati Datastream

All'ultimo ribasso dei rendimenti non hanno partecipato i **titoli francesi e italiani**, a causa delle tensioni politiche uscite dalle **urne europee**. Il peggio deve ancora arrivare, pensano quelli che temono ci sarà una Brexit in salsa continentale. Al contrario, proprio la **Brexit** dimostra quanto costoso sia decidere di voler muovere all'indietro l'orologio della storia verso un nazionalismo autarchico. Quindi la **lezione inglese** servirà a imbrigliare le scelte politiche nella UE.

Il comportamento delle **azioni** di fronte alla diminuzione dei tassi può essere di due tipi: accodarsi o opporsi. **Accodarsi** quando il taglio del

costo del denaro è la cura contro la **recessione**. **Opporsi** quando invece è attenuazione della **terapia antinflattiva**. Siccome il caso attuale è il secondo, c'è da aspettarsi che **gli utili e i multipli** salgano. Vero è che la minore inflazione significa che l'ascesa nominale dei profitti sarà più moderata. Ma tutto non si può avere e sarà un bell'accontentarsi. Inoltre, se l'inflazione fa salire il rendimento di tutte le imprese, l'assenza di inflazione **premierà le migliori**, e lo stock-picking sarà vincente.

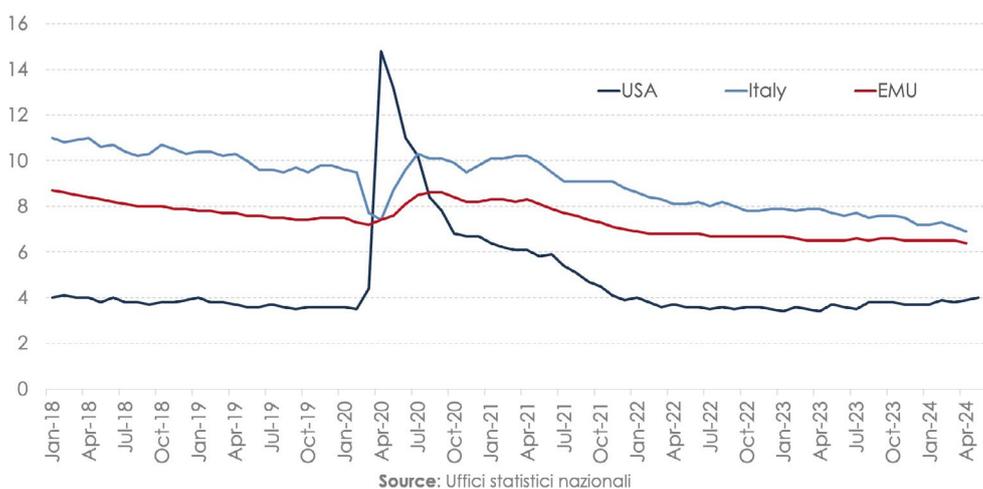
L'espansione dell'occupazione sostiene la crescita economica

L'espansione dell'occupazione su entrambi i lati dell'Atlantico continua a sorprendere per forza, in crescita indisturbata nonostante due anni di rialzi dei tassi di interesse. Il tasso di disoccupazione in Area Euro al 6,4% è ad un minimo storico dalla creazione dell'Eurozona, mentre negli Stati Uniti dopo avere toccato un minimo al 3,4% ad inizio 2023, è moderatamente risalito al 4%. Anche il tasso di disoccupazione italiano al 6,9% è ben al di sotto della media del 9,6% degli ultimi 25 anni ed in calo dal 10% del picco pandemico. Un risanamento del mercato del lavoro genuino, supportato anche da tassi di partecipazione in crescita.

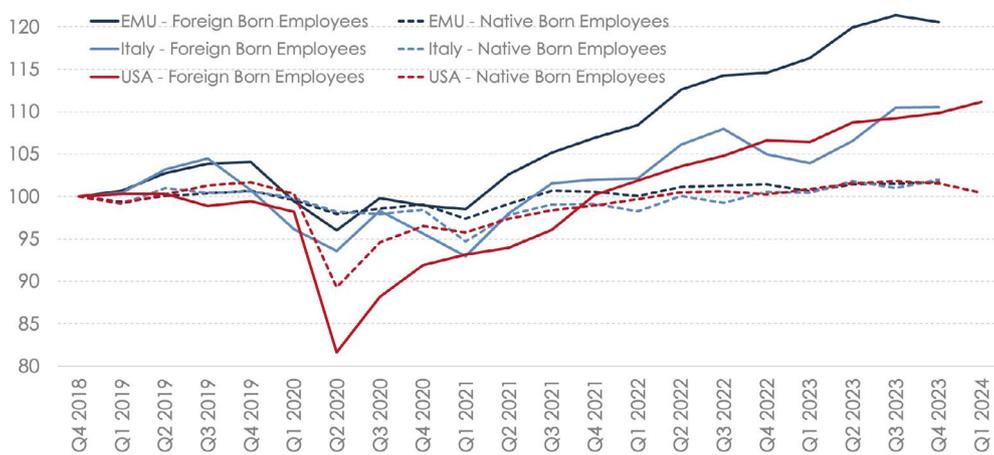
L'ampliamento dell'offerta di lavoro, in queste economie avanzate, ha significativamente contribuito a sostenere sia la crescita economica ma anche il processo di disinflazione, evitando di sfociare in una spirale inflattiva prezzi-salari. L'espansione della forza lavoro ha riflesso spesso un aumento dei flussi migratori, con, a partire dal periodo post-pandemico, una crescita più rapida della forza lavoro di origine straniera rispetto a quella di origine nazionale.

Sia in Europa (Italia inclusa) che in America a fronte di un'occupazione domestica ritornata poco sopra i livelli del 2018, l'occupazione di origine estera è aumentata del 20% in Area Euro (con la guerra russo-ucraina fonte di ampia immigrazione) e del 10% negli Stati Uniti. L'Italia si allinea con gli Stati Uniti, con un 10% di aumento di occupati di nascita estera (da 3,1mn a 3,4mn in 5 anni, rispetto all'occupazione domestica passata da 19,2 a 19,6mn).

Gr. 10 - Unemployment Rate



Gr. 11 - Domestic & Foreign Born Employees (rebased to 100 at Q418)



Source: Bureau of Labor Statistics & Eurostat

Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd, Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è coperto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Copyright © 2024 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



www.ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA

Milano

Ceresio SIM SpA
Eurofinleading Fiduciaria SpA
Global Selection SGR SpA

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.