

T con Zero

La seconda generazione

N.23 – APRILE 2024

La sfida della produttività

In teoria non c'è differenza fra la teoria e la pratica. In pratica c'è. (Yogi Berra)

La produttività è un concetto elusivo in economia. La teoria è piuttosto semplice: data un'identica dotazione di fattori produttivi, lavoro e capitale, per economie diverse che puntano a ottenere la stessa combinazione di beni e servizi con le medesime caratteristiche, la produttività – con le sue differenze tra economia ed economia – può essere l'elemento a cui attribuire risultati diversi. In pratica, nei modelli economici, la produttività, come pure l'innovazione o l'evoluzione tecnologica, finisce per includere qualsiasi fattore non si riesca a far rientrare nelle categorie tradizionali come capitale, lavoro, materie prime, e per inglobare ciò che non si riesce a spiegare in modo soddisfacente altrimenti. Se, in ottica puramente teorica, si riuscisse a isolare il massimo numero possibile di fattori produttivi e a tenere conto delle differenze strutturali fra le diverse economie, come le caratteristiche demografiche dei lavoratori, del territorio, o simili, fino a rendere il confronto il più omogeneo possibile, le differenze nella produzione di beni e servizi potrebbero essere riconducibili a differenze di produttività. Ciò possiamo associare la produttività a quel complesso di elementi intangibili, ma importanti, che vanno dalla base di conoscenze che alimenta i processi produttivi e rappresenta la "ricetta" secondo la quale i vari fattori produttivi sono combinati per ottenere il risultato desiderato, fino al contesto istituzionale, che può includere caratteristiche come l'efficienza di un sistema giudiziario o fiscale, di ciascun Paese. Come si può comprendere facilmente, l'idea di poter identificare con chiarezza questi elementi, e più ancora misurarli, appare come un'ipotesi estrema, in un mondo in cui le definizioni delle grandezze oggetto di osservazione e delle metodologie di calcolo e analisi possono variare anche molto a seconda di chi se ne occupa. Non sorprende quindi che stimare la produttività sia un compito fra i più ardui per gli economisti e che, quando si osserva l'esito degli sforzi di chi si è cimentato con l'esercizio, si possano riscontrare grandi divergenze di vedute e di numeri.

Per fortuna, il fatto che il sentiero sia stretto e impervio non ha scoraggiato i tentativi e ci sono alcune stime che appaiono più utili di altre, non necessariamente per il livello di accuratezza, quanto per la maggiore chiarezza. È il caso della serie di dati che misura il prodotto, in termini reali, di un'ora di lavoro negli Stati Uniti.¹

Il grafico 1 A presenta l'evoluzione del tasso medio annuo composto di crescita della produttività del lavoro negli USA, calcolato su intervalli di 10 e 5 anni. L'1 B rappresenta l'informazione analoga per la Gran Bretagna.

Grafico 1 A: Produttività del lavoro USA, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1952-2023, fonte dati BLS¹



Grafico 1 B: Produttività del lavoro Gran Bretagna, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1976-2023, fonte dati ONS²



Alla vigilia di una possibile svolta in positivo?

L'immagine 1 A può stimolare alcune considerazioni. La prima: la *dinamica* della produttività del lavoro, nella storia, si è mossa in cicli lunghi. Non è raro vedere i trend delle variazioni annue medie composte calcolate su 10 anni durare 14-15 anni e oltre. La seconda è che l'intervallo all'interno del quale la crescita della produttività si è mossa si è mantenuto piuttosto stabile nel tempo, in particolare, ma non solo, quella calcolata su 10 anni. La terza: il ciclo di aumento della crescita della produttività più lungo e con il miglioramento più ampio è stato quello di 23 anni, dal 1983 al 2005, che è coinciso con l'informatizzazione del sistema produttivo (e dell'economia e della società in generale) e si è svolto in due fasi. Il periodo iniziale, 1983-1995, di lenta accumulazione di capitale tecnologico all'interno dell'economia e della società; il secondo, 1995-2005, che ha visto la crescita della produttività esplodere e tornare ai livelli del periodo del boom economico degli anni 1960. La celebre frase del premio Nobel Robert Solow, "si può vedere l'era dei computer dappertutto, tranne che nelle statistiche sulla produttività", pronunciata nel 1987, è stata smentita a partire da qualche anno dopo, ma bisogna riconoscere – e spezzare una lancia in difesa del tempismo un po' sfortunato di Solow, se mai ce ne fosse bisogno – che la gestazione dei benefici della rivoluzione informatica è stata decisamente lunga.

La quarta e ultima considerazione è che, dopo una lunga fase di calo della crescita della produttività del lavoro,

T con Zero

La seconda generazione

N.23 – APRILE 2024

durato 14 anni e molto simile a quello 1968-1983, sembrerebbe possibile che, negli USA, dal 2022, il tasso medio annuo composto di crescita della produttività calcolato su 10 anni abbia cominciato una svolta e abbracciato un percorso di risalita. Ipotesi confermata anche dall'andamento del tasso medio annuo di crescita calcolato su 5 anni, che è più reattivo e ha cominciato a muoversi al rialzo dai minimi recenti già dal 2015-2016.

Crescita della produttività: possibile rimedio per alcuni problemi ed effetto di innovazioni potenzialmente molto pervasive

Ciò che il grafico 1 A potrebbe suggerire è che stia cominciando una nuova fase di recupero della crescita della produttività nell'economia degli Stati Uniti. Potrebbe essere, ancora una volta, trainata dalla tecnologia - non più i computer, ma l'intelligenza artificiale - e potrebbe rivelarsi almeno altrettanto pervasiva. Basti pensare che, mentre l'utilizzo dei computer negli anni 1980-2000 ha richiesto, soprattutto nel primo periodo, l'acquisizione di competenze tecniche anche da parte di utenti con esigenze di base, uno degli aspetti più rilevanti delle nuove tecnologie di intelligenza artificiale è che si possano usare con il linguaggio comune. Dietro le quinte la programmazione e la costruzione dei modelli richiedono competenze elevate e specifiche, ma l'utilizzo, anche da parte di persone prive di una preparazione particolare e delle aziende, appare più semplice e intuitivo. Quindi la diffusione potrebbe - il condizionale è d'obbligo - essere più estesa, forse anche più veloce.

Può essere interessante tentare un confronto internazionale. Date le difficoltà di stimare la produttività spiegate all'inizio, bisogna trovare una fonte unica che adotti una metodologia simile per paesi diversi. L'OCSE³, per esempio, ha calcolato serie storiche di dati e stime sulla produttività del lavoro per Paesi diversi. Confrontando le elaborazioni per ottenere i tassi medi annui composti di crescita della produttività con la serie dell'OCSE per gli Stati Uniti (grafico 2 A) con quelle basate sui dati del BLS statunitense, mostrate nel grafico 1 A, si notano differenze legate alla metodologia di calcolo³, ma il messaggio delle illustrazioni 1 A e 2 A appare coerente.

Grafico 2 A: Produttività del lavoro USA, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1965-2023, fonte dati OCSE

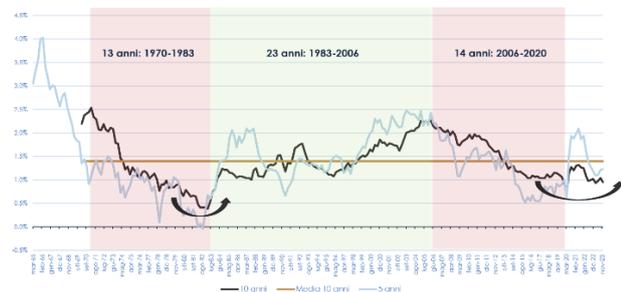


Grafico 2 B: Produttività del lavoro Regno Unito, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1976-2023, fonte dati OCSE

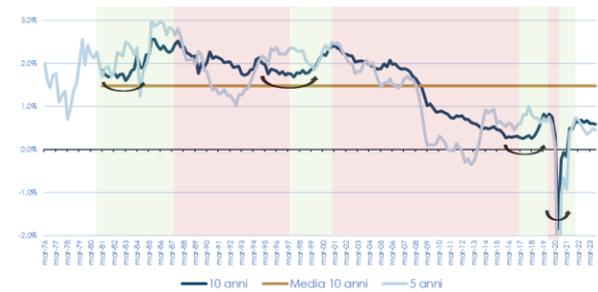


Grafico 2 C: Produttività del lavoro Italia, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1965-2023, fonte dati OCSE

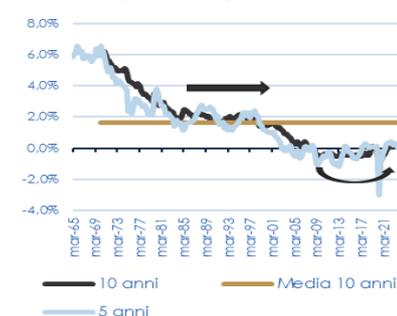


Grafico 2 D: Produttività del lavoro Francia, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1965-2023, fonte dati OCSE

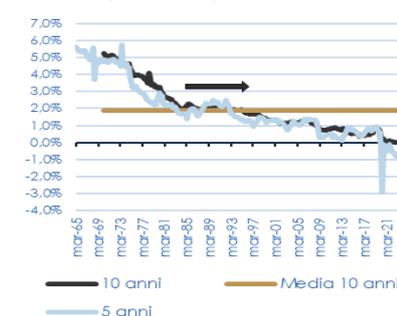
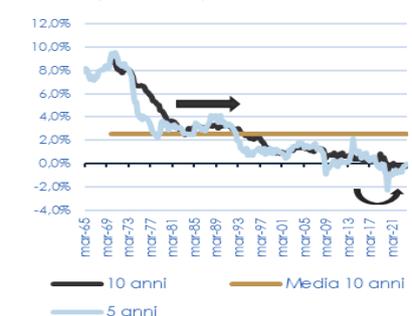


Grafico 2 E: Produttività del lavoro Giappone, tasso medio annuo composto di crescita a 5 e 10 anni, 1965-2023, fonte dati OCSE



Si confrontano poi i dati di Stati Uniti (grafico 2 A) e Gran Bretagna (2 B), che mostrano dinamiche non troppo dissimili tra loro, con Italia, Francia e Giappone. Per chi se lo stesse domandando, la Germania non compare perché la serie storica dei dati inizia dopo la riunificazione del 1990 e quindi è molto più corta degli altri Paesi. È evidente dai confronti delle elaborazioni basate sui dati OCSE - che incorporano l'intera economia, incluso anche il settore pubblico, non compreso invece nei dati del BLS - come le economie più dinamiche e con la struttura più flessibile, USA e Regno Unito, mostrino un'alternanza di fasi di importante aumento della crescita della produttività con fasi di diminuzione. Italia, Francia e Giappone invece mostrano un calo quasi ininterrotto. "Quasi" significa che, per Italia e Giappone, ci sono stati periodi di stabilità piuttosto estesi, rispettivamente dai tardi anni 1970 ai tardi anni 1990 e dai tardi anni 1970 ai tardi anni 1980, e negli ultimi anni si potrebbe assistere

T con Zero

La seconda generazione

N.23 – APRILE 2024

a un timido tentativo di stabilizzare e magari invertire la tendenza calante. La storia insegna che i cicli di variazione della dinamica della produttività, quando sono avvenuti in modo visibile, come in USA e Regno Unito, sono durati a lungo, con escursioni significative.

Il mondo negli ultimi anni si è ritrovato a dover affrontare alcuni seri problemi economici: i principali, in estrema sintesi, probabilmente sono stati un'inflazione elevata dopo molto tempo e una riduzione della crescita – sia effettiva, sia potenziale – alla quale verosimilmente potrebbe avere contribuito un'evoluzione demografica decisamente sfavorevole, con nascite in calo e una popolazione sempre più anziana in molti Paesi importanti.

Un ciclo di incremento della crescita della produttività – che per Paesi come Italia, Francia e Giappone potrebbe tradursi, in modo già soddisfacente, in un'interruzione del trend di diminuzione evidenziato nei grafici 2 C, 2 D e 2 E – potrebbe essere, se non proprio una soluzione a tali problemi, almeno un elemento in grado di fornire un apporto di grande rilevanza nella giusta direzione. Un'economia globale in cui il lavoro potrebbe diventare un fattore produttivo progressivamente più scarso, e potenzialmente più costoso, potrebbe trarre grosso giovamento da un miglioramento della dinamica della produttività. Nella sua formulazione più semplice, infatti, la crescita economica è guidata dalla crescita della popolazione e dalla crescita della produttività.

Inoltre un aumento della produttività, che in estrema sintesi può consentire di ottenere un PIL maggiore a parità di risorse utilizzate, o uno stesso livello di PIL impiegando meno risorse, può fornire un valido contributo anche per il contenimento dell'inflazione. Probabilmente non nell'immediato, quando, per l'introduzione e la diffusione su vasta scala delle innovazioni che poi aumentano la produttività, possono servire investimenti ingenti in capitale e lavoro con competenze elevate, e verosimilmente occorrono anche ampi budget per ricerca e sviluppo, innovazione e per la formazione dei lavoratori - tutte cose che possono contribuire a sostenere l'inflazione nel breve periodo. Ma nel medio-lungo termine, dopo che innovazioni e nuove tecnologie si diffondono nel tessuto economico-sociale, i benefici (anche in termini di inflazione) possono diventare visibili e tangibili.

Possibili implicazioni per l'economia e le strategie di investimento

Dal punto di vista della strategia di investimento, il potenziale inizio di un nuovo e durevole ciclo di accelerazione della produttività, dopo anni in cui il suo tasso di crescita è diminuito, potrebbe avere implicazioni interessanti. Se davvero l'intelligenza artificiale si rivelasse più pervasiva e di semplice utilizzo rispetto a passate innovazioni tecnologiche, di prodotto e di processo, i suoi effetti positivi potrebbero diffondersi in maniera capillare: a cominciare dalle aziende più grandi, che sono meglio attrezzate per investire e implementare al proprio interno le innovazioni che aumentino la produttività, fino a raggiungere le aziende più piccole.

Queste ultime, che spesso dispongono di risorse più limitate per adottare l'innovazione, potrebbero essere avvantaggiate, rispetto ad analoghi episodi del passato, da nuove tecnologie basate sull'intelligenza artificiale, che possano essere utilizzate in modo intuitivo, con il linguaggio naturale, aumentando l'efficienza anche in aree di attività dove l'applicazione della tecnologia poteva apparire meno ovvia, spesso rimaste escluse.

Ciò potrebbe rappresentare un elemento di supporto strutturale per il mercato azionario, grazie alla spinta che potrebbe dare alla profittabilità delle imprese, e per la qualità del credito. Inoltre potrebbe fornire l'opportunità per un recupero di performance relativa, in particolare borsistica, delle aziende a capitalizzazione di mercato più piccola che, come si evince dai grafici 3 A, 3 B e 3 C, rispettivamente per l'indice globale MSCI All Country e negli Stati Uniti e in Europa, negli ultimi anni hanno perso terreno rispetto a quelle di maggiore dimensione⁴.

Grafico 3 A: Performance relativa azioni globali, Small Cap vs Large Cap, 1994-2024



Grafico 3 B: Performance relativa azioni USA, Small Cap vs Large Cap, 1980-2024



Grafico 3 C: Performance relativa azioni Europa, Small Cap vs Large Cap, 2000-2024



Le aziende a piccola e media capitalizzazione potrebbero quindi rappresentare un possibile modo per investire, in ottica strategica di medio-lungo periodo, in potenziali beneficiari significativi del tema dell'aumento della crescita della produttività, grazie a una possibile penetrazione pervasiva dell'intelligenza artificiale e a una sua maggiore facilità di adozione, rispetto ad altre fasi di introduzione di grandi innovazioni tecnologiche del passato.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N.23 – APRILE 2024

Note e riferimenti

1: La serie di dati in questione è la seguente: *US Nonfarm Business Sector Output Per Hour Of All Persons (Seasonally adjusted)*, calcolata e pubblicata dal *Bureau of Labor Statistics (BLS)* ogni trimestre da fine marzo 1947. In pratica si esclude dal PIL il prodotto del settore agricolo, del governo, delle istituzioni senza scopo di lucro e le attività svolte in famiglia. Per tutto il resto si osserva l'andamento del prodotto, in termini reali, per unità di lavoro.

2: La serie di dati per il Regno Unito proviene dallo *UK Office for National Statistics (ONS)* e mette in relazione il prodotto, calcolato con l'approccio del valore aggiunto lordo, con la quantità di ore di lavoro impiegate per ottenerlo. A seconda dei settori economici e della tipologia di impiego (ad esempio dipendenti o liberi professionisti) possono essere compiuti aggiustamenti per riconciliare i dati raccolti con le statistiche nazionali, registrate principalmente tramite la *Labour Force Survey*. I dati sono calcolati con cadenza trimestrale a partire dal 31 marzo 1971.

3: La metodologia OCSE, utilizzata per le *OECD Productivity Statistics*, e nell'*OECD Compendium of Productivity Indicators*, osserva il PIL prodotto da un'economia, includendo tutti i settori e tutte le fonti (con e eccezioni e aggiustamenti) e lo mette a confronto con le ore di lavoro totali. Per quest'ultimo dato, in particolare per alcuni Paesi, è possibile che si ricorra a valori stimati della quantità di lavoro utilizzata come input, ad esempio osservando i valori medi nel tempo dei livelli occupazionali di un settore e delle relative ore lavorate e della partecipazione al lavoro in un certo settore in un determinato Paese. Le serie sono calcolate su base trimestrale dal 31 marzo 1960 e accompagnano i dati storici effettivi con previsioni (non usate nell'analisi di questa nota) che arrivano al 31 marzo 2025.

4: I grafici mostrano rispettivamente il rapporto tra la performance dell'indice MSCI All Country Small Cap e l'MSCI All Country (3 A), tra la performance dell'indice Russell 2000 e del Russell 1000 per gli Stati Uniti (3 B) e tra l'indice MSCI Europe Small Cap e l'MSCI Europe (3 C). Tutti gli indici sono espressi in valuta locale e non comprendono i dividendi.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Prejin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 12 aprile 2024 incluso.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.