

Focus Area Euro

Area euro: qual è la probabilità di recessione?

12 ottobre 2023

Con un modello probit, abbiamo stimato la probabilità di recessione nell'Eurozona attraverso le informazioni contenute in una serie di variabili economiche e finanziarie. I risultati suggeriscono che sia il rischio di una contrazione del PIL che di una vera e propria recessione è elevato nei prossimi trimestri. Tuttavia, alcuni indicatori che in passato sono risultati efficaci come anticipatori del ciclo offrono segnali più incoraggianti. La probabilità stimata di recessione tra fine 2022 e inizio 2023 era già elevata, sulla scia dello shock energetico, ma un evento recessivo, anche in senso "tecnico", è stato evitato. I rischi derivano dall'esaurirsi della spinta propulsiva dai servizi, dal minor supporto della politica fiscale e dall'intensificarsi degli effetti della restrizione monetaria. Al momento l'unico sostegno è rappresentato dalla tenuta del mercato del lavoro (che però potrebbe iniziare anch'esso a mostrare segnali di minor dinamismo).

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

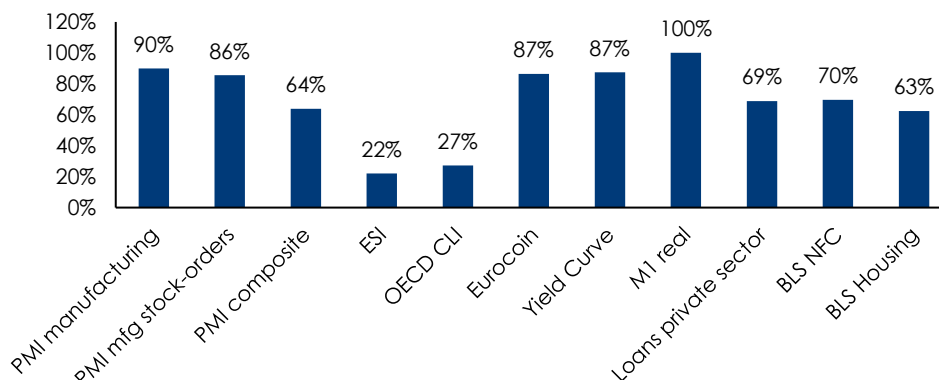
Negli ultimi anni l'economia dell'Eurozona è stata spesso caratterizzata da una crescita fiacca. Se si esclude il periodo di emergenza pandemica, sono stati però solo due gli episodi di severa recessione che l'hanno colpita (la crisi finanziaria globale del 2008-09 e la crisi del debito europeo nel 2011-13), cui va aggiunto qualche trimestre isolato di crescita modestamente negativa o stagnante.

Utilizzando una serie di dati tra cui indici di fiducia (o indicatori "compositi"), variabili finanziarie e condizioni creditizie, stimiamo che nel contesto corrente la probabilità di recessione in area euro sia elevata.

Peraltro, occorre ricordare che nei trimestri a cavallo tra fine 2022 e inizio 2023 una recessione, che secondo i nostri modelli era quasi altrettanto probabile, è stata evitata grazie al supporto della politica fiscale, alla normalizzazione dell'attività nei servizi dopo la pandemia e alla tenuta del mercato del lavoro. Nel contesto corrente, il settore dei servizi sta perdendo spinta, le costruzioni stanno frenando e la manifattura rimane in contrazione. Solo il quadro occupazionale resta favorevole, anche se iniziano ad emergere segnali di rallentamento.

In sintesi, due trimestri di contrazione o stagnazione del PIL ci appaiono probabili, ma, se il tasso di disoccupazione non dovesse tornare a salire bruscamente, ci potrebbero essere le condizioni perché non si inneschi un severo episodio recessivo.

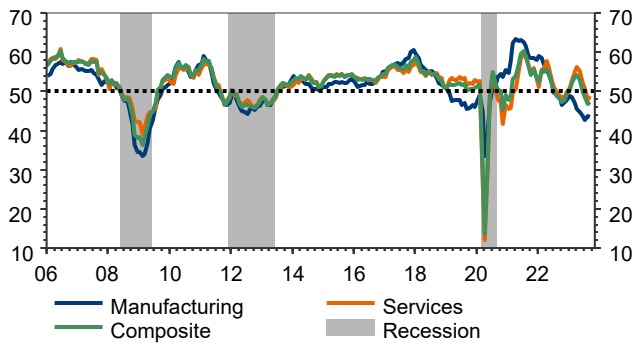
Probabilità di recessione in Eurozona misurata attraverso una serie di indicatori



Fonte: Intesa Sanpaolo

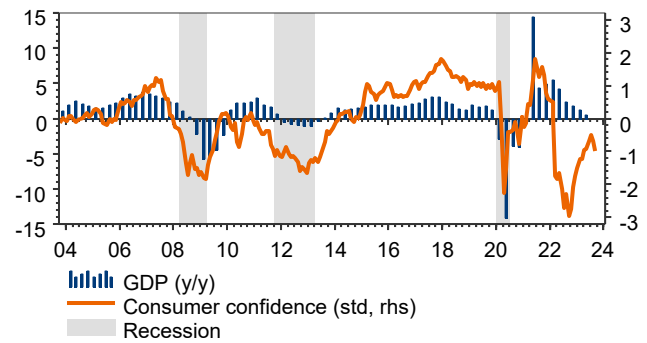
La recente tendenza delle indagini di fiducia, e le prime evidenze degli effetti ritardati della restrizione monetaria, segnalano che sia aumentata **la probabilità di recessione nei prossimi mesi**.

Fig. 1 - Il livello degli indici PMI, sia nella manifattura che nei servizi, è compatibile con una contrazione del PIL area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

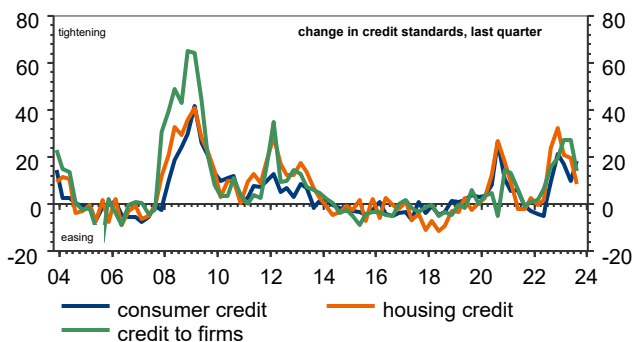
Fig. 2 - La ripresa del morale dei consumatori sembra essersi arrestata



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

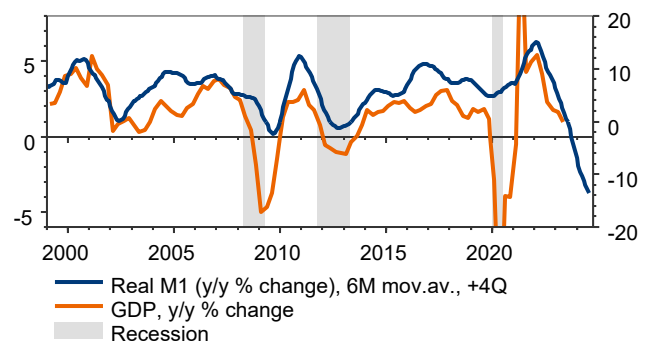
Se negli scorsi trimestri l'attività poteva beneficiare di una ripresa nei servizi abbastanza robusta da compensare la contrazione manifatturiera, ad agosto il PMI è tornato sotto la soglia d'invarianza. Inoltre, le costruzioni, il settore più sensibile al rialzo dei tassi, stanno iniziando a risentire della restrizione monetaria. La Bank Lending Survey della BCE conferma come la stretta monetaria si stia riflettendo sul credito. Solo la fiducia dei consumatori è in recupero dai minimi toccati nel 2° semestre dello scorso anno, quando il morale dei nuclei familiari era stato penalizzato dallo shock sui prezzi dell'energia e dall'incertezza circa le forniture di gas; peraltro, le letture degli ultimi mesi mostrano che tale tendenza al recupero sembra essersi arrestata.

Fig. 3 - La Bank Lending Survey della BCE mostra segnali di restrizione delle condizioni creditizie



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Fig. 4 - La crescita reale dell'aggregato monetario M1 è su livelli di norma associati ad un episodio recessivo



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

Identificare una recessione come due trimestri consecutivi di crescita negativa è un esercizio semplicistico e puramente semantico (la differenza tra una crescita del PIL di +0,1% t/t e una flessione di -0,1% t/t ha un significato limitato dal punto di vista economico). Perché una recessione sia considerata come tale è infatti necessario che sia caratterizzata, come indicato dal EABCN Euro Area Business Cycle Committee del CEPR, da "un significativo e diffuso declino del livello dell'attività economica visibile in due o più trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL, dell'occupazione e di altre misure aggregate di attività per tutta l'area euro".

Sulla base della definizione del CEPR l'area euro ha subito solo tre vere e proprie recessioni: la crisi finanziaria globale del 2008-09, la crisi del debito europeo nel 2011-13 e lo shock Covid nel 2020. La caduta cumulata dell'attività economica è risultata pari al 5% su cinque trimestri dal 2008 al 2009, all'1,8% nei sei trimestri tra la fine del 2011 e l'inizio del 2013 e a quasi il 15% tra la primavera e l'estate del 2020.

Replicando analisi svolte in precedenza¹ **stimiamo una regressione probit** con indagini di fiducia, indicatori compositi, variabili finanziari e dati sul credito come variabili esplicative **per calcolare la probabilità di una recessione "severa" nell'Eurozona nei prossimi trimestri. Usiamo lo stesso modello per stimare la probabilità di semplice contrazione del PIL** (anche modesta e non necessariamente per più trimestri consecutivi).

$$Pr(y_i = 1 | x) = \Phi(x'_i \beta)$$

Le variabili utilizzate nel modello rientrano in tre categorie: indagini di fiducia, indicatori compositi che includono sia rilevazioni sul morale che dati reali, e variabili finanziarie o creditizie. I dati di contabilità nazionale sono stati opportunamente "nettizzati" per escludere le tipicamente volatili rilevazioni irlandesi (ma le conclusioni sono identiche anche senza tale correzione). Abbiamo calcolato le stime in-sample sino a fine 2019 in modo da evitare che il modello risentisse delle anomalie del periodo pandemico, ma come analisi di controllo abbiamo ristimato il modello su un orizzonte più ampio per includere anche il periodo dal 2020 ad oggi. Per ogni regressione abbiamo calcolato la percentuale di successo (i trimestri di recessione in cui la probabilità calcolata risultava superiore al 50%) e di falsi segnali (trimestri di non recessione in cui la probabilità calcolata risultava superiore al 50%). Per i risultati completi si faccia riferimento alla Tabella 4 in fondo al documento.

Tra le variabili indipendenti che rientrano nella categoria delle indagini di fiducia abbiamo utilizzato i **PMI** (indice manifatturiero, differenza tra scorte e ordinativi nell'indagine manifatturiera, indice composito) e **la survey della Commissione Europea**. Sebbene dopo la pandemia la relazione tra crescita economica e indici di fiducia si sia indebolita, essi rimangono tra i migliori indicatori coincidenti o debolmente anticipatori del ciclo (il rapporto tra scorte e ordinativi del PMI manifatturiero tende ad anticipare il ciclo di un trimestre). PMI manifatturiero e l'ESI della Commissione Europea hanno una affidabilità modesta come indicatori di periodi recessivi; solo il PMI composito registra una percentuale di successi superiore al 50% nell'indicare una recessione.

Tabella 1 – Calcolo delle probabilità di recessione e contrazione del PIL calcolate sulla base degli indici di fiducia

Variabile	Estimation Sample	Recessione				Contrazione			
		R2	Probabilità %	% di successo	% di falsi segnali	R2	Probabilità %	% di successo	% di falsi segnali
PMI mfg	1998 Q3 - 2019 Q4	0.53	90.0	50.0	14.3	0.31	72.6	40.0	5.0
PMI mfg stock-orders	1998 Q3 - 2019 Q4	0.56	90.0	50.0	50.0	0.35	88.3	45.0	30.0
PMI comp	1998 Q3 - 2019 Q4	0.63	63.9	78.6	14.3	0.43	63.3	65.0	15.0
ESI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.45	22.0	42.9	7.1	0.25	30.0	30.0	5.0
PMI comp+ESI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.63	68.9	78.6	35.7	0.46	75.0	65.0	25.0

Nota: in grassetto le probabilità superiori al 50%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

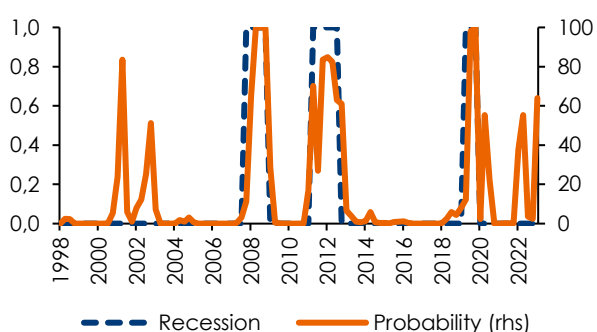
Per quanto riguarda invece i "falsi segnali", essi sono particolarmente frequenti nel caso del (volatile) rapporto scorte-ordinativi del PMI manifatturiero (50% dei casi), sono invece rari per quanto riguarda il PMI composito (il 14% dei casi) e l'ESI (7,1% dei casi). Infine, la capacità di

¹"Una stima della probabilità di recessione nell'area euro", Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo, Weekly Economic Monitor 11 novembre 2011.

individuare una recessione appare migliore rispetto all'efficacia nello stimare una contrazione o stagnazione del PIL per un singolo trimestre (Tabella 1).

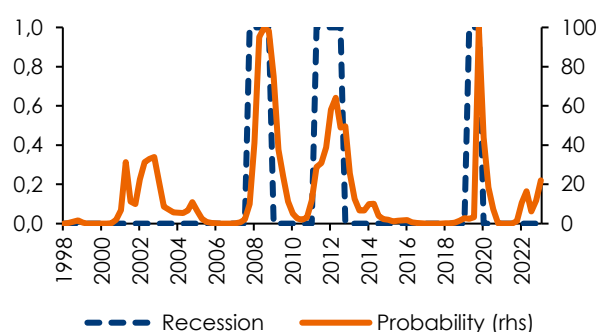
La **probabilità di una recessione** nei prossimi trimestri calcolata sulla base degli indici di fiducia è molto elevata sulla base del **PMI manifatturiero**, e della differenza tra scorte e ordinativi della stessa indagine: si attesta al 90%, in progressivo aumento dal 38% di fine 2022. È però possibile che la fiducia industriale stia sovrastimando il rischio recessivo per via di una migliore tenuta dei servizi rispetto al settore manifatturiero. Nel caso del **PMI composito**, che è anche l'indicatore che mostra la maggiore capacità esplicativa con un coefficiente di determinazione pari a 0,63, la probabilità di recessione è più bassa ma comunque elevata, intorno al 64% (Fig. 5).

Fig. 5 - Probabilità di recessione calcolata sulla base del PMI composito



Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Probabilità di recessione calcolata sulla base dell'indice ESI



Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Non segnala invece un rischio recessivo l'indice **ESI** della Commissione Europea, che stima una probabilità pari al 22% (Fig. 6). Nonostante una minore capacità esplicativa in prospettiva storica rispetto al PMI, il vantaggio dell'ESI in questa fase è la bassa percentuale di "falsi segnali": si tratta di uno dei pochi indicatori (assieme al Composite Leading Indicator dell'OCSE) a non anticipare una recessione tra fine 2022 e inizio 2023. Le indicazioni offerte dall'ESI potrebbero essere più affidabili essendo l'indice meno volatile e costruito per offrire un quadro congiunturale più ampio rispetto al PMI (comprendendo, oltre a industria e servizi, anche la fiducia delle imprese delle costruzioni e del commercio al dettaglio, oltre che il morale dei consumatori).

Abbiamo infine ristimato la regressione utilizzando in maniera congiunta il PMI composito e l'ESI come variabili esplicative. I risultati sono compatibili con un elevato rischio di recessione o di forte rallentamento (68,9% e 75% rispettivamente) tuttavia le indicazioni sulla probabilità di successo e sui falsi segnali sembrano suggerire che sia più efficace utilizzare gli indicatori singolarmente.

Passiamo ora a stimare la probabilità di recessione sulla base di indicatori compositi più ampi rispetto alle indagini di fiducia. Utilizziamo il **leading indicator dell'OCSE² (CLI)** e l'**indice Euro-Coin** della Banca d'Italia che sono costruiti per accorpare in maniera sintetica le informazioni contenute in una serie di variabili, reali e di fiducia, e opportunamente filtrati per catturare la dinamica sottostante all'attività economica. In particolare, l'indice OCSE ha anche l'obiettivo di identificare i punti d'inversione del ciclo.

² L'OCSE non pubblica più la serie relativa al complesso dell'Eurozona, costruiamo dunque una serie proxy utilizzando gli indicatori nazionali disponibili pesati in rapporto al PIL

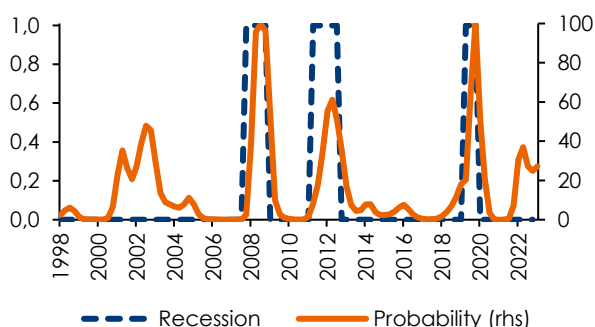
Tabella 2 - Calcolo delle probabilità di recessione e contrazione del PIL sulla base degli indicatori compositi

Variabile	Estimation Sample	Recessione			Contrazione		
		R2	Probabilità %	% di falsi segnali	R2	Probabilità %	% di falsi segnali
OECD CLI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.40	27.2	57.1	0.29	35.1	45.0
Euro-Coin	1998 Q3 - 2019 Q4	0.65	86.5	78.6	0.41	78.2	60.0
CLI+Euro-Coin	1998 Q3 - 2019 Q4	0.66	85.9	78.6	0.42	76.6	60.0

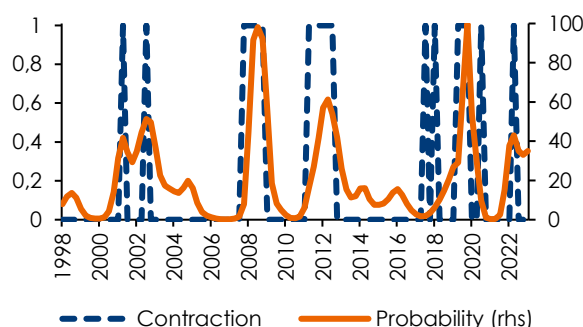
Nota: in grassetto le probabilità superiori al 50%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In realtà la nostra analisi non segnala una maggiore capacità del CLI di prevedere episodi recessivi con più di un trimestre di anticipo. Tuttavia, l'indice CLI sembra meno propenso a "falsi segnali": la probabilità di recessione non ha mai superato il 50% in periodi di rallentamento del ciclo che non si siano trasformati in recessione (come nel 2001-02 e a fine 2022).

Al momento il CLI segnala una probabilità del 27% di recessione nei prossimi trimestri (Fig. 7) e del 35% di contrazione del PIL per un solo trimestre (Fig. 8). Si segnala però che tali probabilità sono comparabili a quelle raggiunte all'inizio della crisi del debito sovrano; perciò, non escludiamo che anche in questa fase il rischio di recessione possa risultare sottostimato.

Fig. 7 - Probabilità di recessione calcolata sulla base dell'indice CLI dell'OCSE

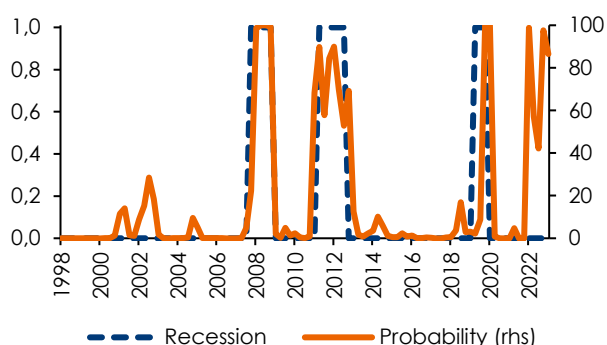
Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Probabilità di contrazione del PIL calcolata sulla base dell'indice CLI dell'OCSE

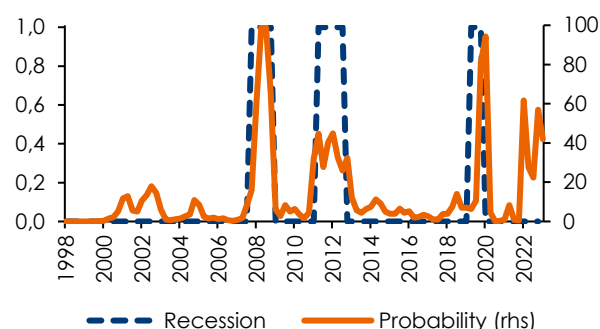
Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Rispetto a fine 2022 la **probabilità di recessione misurata attraverso l'Euro-Coin** (Fig. 9) è calata leggermente, ma rimane elevata: **all'87%**. La performance passata evidenzia una maggiore probabilità di successo nell'individuare una recessione rispetto al CLI dell'OCSE. Tuttavia, se guardiamo a come si è evoluta la relazione tra attività economica e indicatori del ciclo dopo la pandemia, riscontriamo evidenze di un break strutturale per l'indice Euro-Coin che non sembra, al contrario, manifestarsi per il CLI. Provando infatti a ricalcolare la probit in un intervallo che include anche il periodo pandemico, la probabilità di recessione stimata sulla base dell'indice OCSE resta invariata mentre cala drasticamente, al 42% (Fig.10), utilizzando l'Euro-Coin come variabile esplicativa.

Come per le indagini di fiducia ricalcoliamo le regressioni utilizzando congiuntamente entrambi gli indicatori e anche in questo caso non si associa una migliore performance previsiva. I risultati dell'esercizio mostrano un rischio recessivo superiore al 50% nell'intervallo di stima fino a fine 2019 e inferiore includendo anche il periodo pandemico. Non aggregiamo gli indicatori compositi con gli indici di fiducia in una singola equazione in quanto questi ultimi fanno già parte del dataset di partenza usato dall'OCSE e da Bankitalia per calcolare le serie.

Fig. 9 - Probabilità di recessione prevista sulla base dell'indice Euro-Coin stimata fino a fine 2019

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Probabilità di recessione calcolata sulla base dell'indice Euro-Coin stimata fino ad oggi

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Tra le variabili finanziarie e creditizie, abbiamo scelto l'**inclinazione della curva dei rendimenti** (la differenza tra il tasso decennale per l'Eurozona calcolato dalla BCE e l'Euribor a 3 mesi), il tasso di crescita annua dell'aggregato monetario **M1 reale**, la crescita dei **prestiti al settore privato** e le indicazioni sulle **condizioni al credito** contenute nella Bank Lending Survey della BCE.

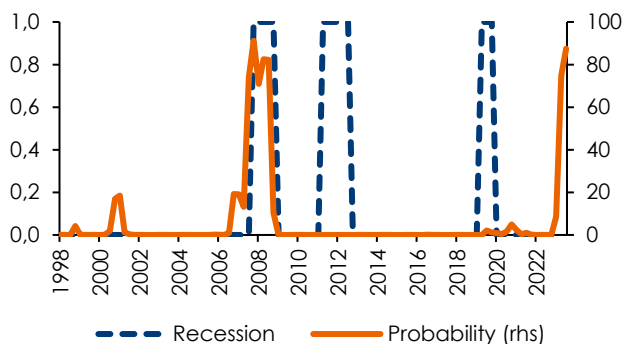
Tabella 3 – Calcolo delle probabilità di recessione e contrazione del PIL calcolate sulla base degli indici di fiducia

Variabile	Estimation Sample	Recessione				Contrazione			
		R2	Probabilità % di successo	%	% di falsi segnali	R2	Probabilità % di successo	%	% di falsi segnali
Yield curve	1998 Q3 - 2010 Q1	0.65	87.4	28.6	7.1	0.34	67.2	20.0	5.0
M1 real	1998 Q3 - 2019 Q4	0.56	100	71.4	28.6	0.38	99.9	55.0	20.0
Loans to non gov residents	1998 Q3 - 2019 Q4	0.31	68.9	21.4	42.9	0.22	70.3	25.0	25.0
Bank Lending Survey NFC	2003 Q1 - 2019 Q4	0.38	69.7	28.6	35.7	0.29	48.1	30.0	20.0
Bank Lending Survey	2003 Q1 - 2019 Q4	0.58	62.5	57.1	42.9	0.35	58.4	45.0	30.0
Housing									
Loans + BLS	2003 Q1 - 2019 Q4	0.54	13.9	64.3	42.9	0.35	34.9	45.0	20.0
Loans+BLS+M1	2003 Q1 - 2019 Q4	0.59	94.6	64.3	21.4	0.42	99.8	60.0	15.0

Nota: in grassetto le probabilità superiori al 50%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

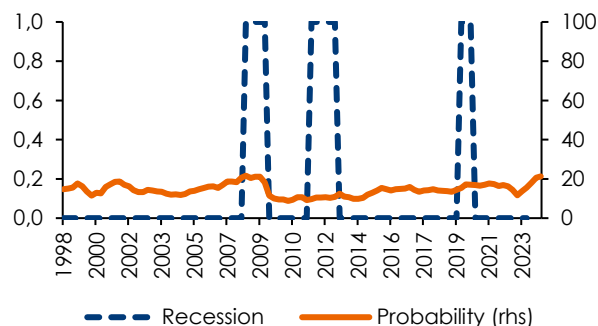
Tra le variabili indicate, l'inclinazione della **curva dei rendimenti**, che solo recentemente è tornata ad invertirsi, è quella che mostra la minor capacità di stima. Questo risultato è probabilmente spiegato dagli **effetti distortivi della politica monetaria degli ultimi anni**. Non è un caso, infatti, che **la regressione probit stimata fino alla crisi finanziaria esibisca** un coefficiente di determinazione superiore a 0,6, **un'ottima capacità anticipatoria** (circa due trimestri) **ed una probabilità di recessione a fine 2023 intorno all'87%** (Fig. 11), senza cogliere però né la crisi del debito né la recessione pandemica. **Ristimando la regressione fino a fine 2019 o ad oggi, la capacità esplicativa si riduce però drasticamente** (Fig. 12), **con una percentuale di successo che sostanzialmente si annulla**.

Fig. 11 – Calcolo della probabilità di recessione sulla base dell'inclinazione della curva dei rendimenti (equazione stimata tra il 1998 e il 2010)



Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

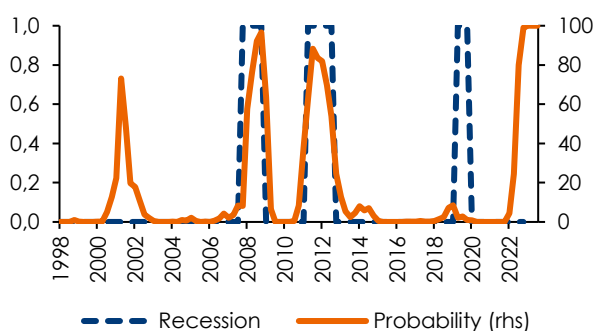
Fig. 12 - Calcolo della probabilità di recessione sulla base dell'inclinazione della curva dei rendimenti (equazione stimata dal 1998 ad oggi)



Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

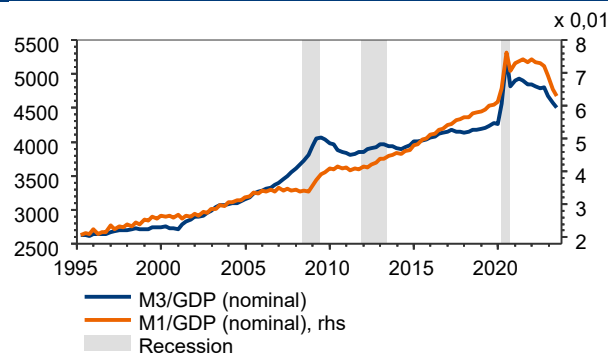
Al contrario la crescita di **M1 reale dimostra una buona capacità predittiva: è l'indicatore che mostra la maggiore capacità di anticipare il ciclo** (in media di tre trimestri), **una soddisfacente percentuale di successi e di falsi segnali recessivi. Al momento M1 reale è compatibile con una probabilità di recessione tra fine 2022 e il primo semestre del 2024 pari al 99%** (Fig. 13).

Fig. 13 - Probabilità di recessione calcolata sulla base di M1 reale



Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

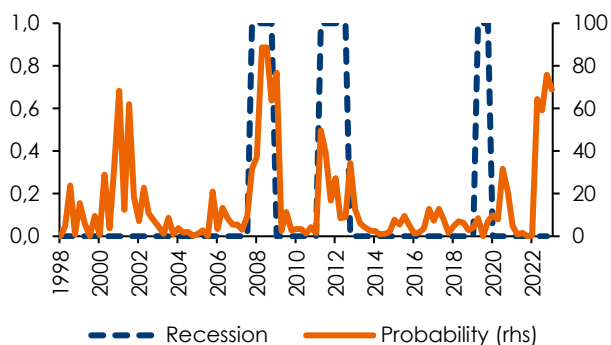
Fig. 14 – M1 in rapporto al PIL nominale: normalizzazione o segnale recessivo?



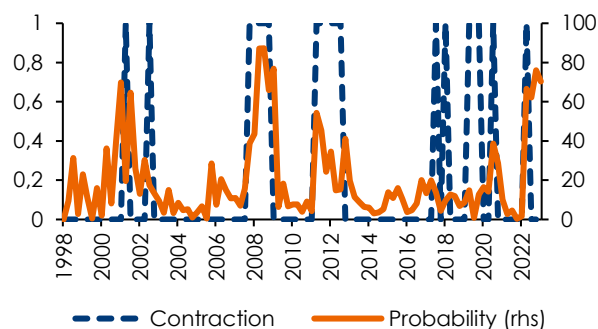
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

È altresì possibile però che la probabilità di recessione desumibile da tale stima sia sovradimensionata: l'ampio calo di M1 (e degli altri aggregati monetari) potrebbe essere spiegato anche da una fisiologica normalizzazione dopo il boom pandemico (Fig. 14). Non a caso la probabilità di recessione calcolata durante il Covid-19 è stata praticamente nulla proprio per via dell'ingente stimolo monetario e fiscale.

Abbiamo di seguito provato a stimare la probabilità di recessione, e di contrazione del PIL, sulla base della crescita dei **prestiti al settore privato** che potrebbe rappresentare un indicatore più preciso delle dinamiche creditizie. Le percentuali di successo e di falsi segnali recessivi appaiono piuttosto deludenti e all'apparenza l'indicatore non sembra particolarmente efficace; perciò, i risultati dovranno essere esaminati con cautela. Al momento la frenata dei crediti al settore privato è compatibile con una **probabilità di recessione al 69% e di contrazione o forte rallentamento del PIL al 70%** (Figg.15-16). In sostanza, con tutte le precauzioni necessarie, l'analisi sembra suggerire che i segnali recessivi provenienti da M1, per quanto soggetti a rischi di sovrastima, non siano da sottovalutare in quanto connessi anche ad un'effettiva trasmissione all'economia reale della restrizione monetaria attraverso il canale del credito.

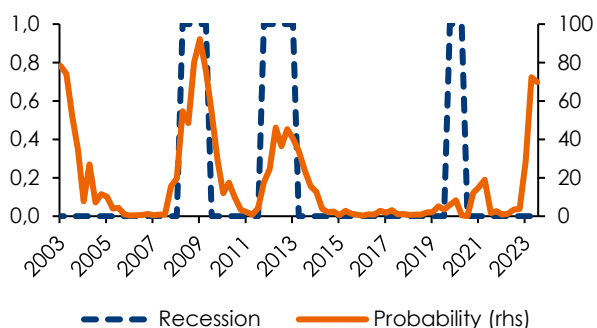
Fig. 15 - Probabilità di recessione calcolata sulla base del credito al settore privato

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

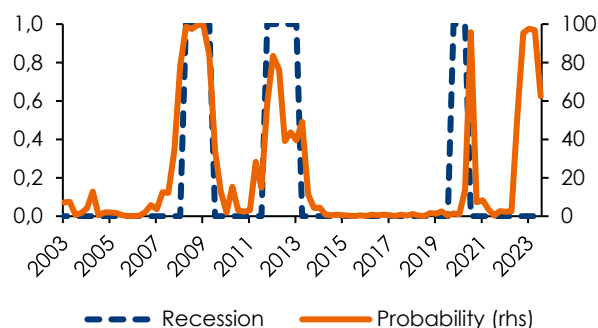
Fig. 16 - Probabilità di contrazione calcolata sulla base del credito al settore privato

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Infine, abbiamo utilizzato le **indicazioni su domanda e condizioni di credito alle imprese e alle famiglie (relativamente ai mutui) contenute nella Bank Lending Survey della BCE**. Sia le indicazioni sulle aziende che quelle sui nuclei famigliari segnalano un **rischio recessivo** non trascurabile, **rispettivamente al 69,7% e al 62,5%** (Figg. 17-18). Tra le due controparti, è quella relativa ai mutui che spiega maggiormente la varianza dei dati e che registra la più alta percentuale di successo, prossima al 60%, a fronte però di una più alta frequenza di falsi segnali. Tuttavia, le indicazioni della BLS richiedono una certa precauzione in quanto, trattandosi di indici di diffusione, essi potrebbero tendere a non cogliere perfettamente le tempistiche recessive (questo contribuirebbe a spiegare una percentuale relativamente elevata di falsi segnali).

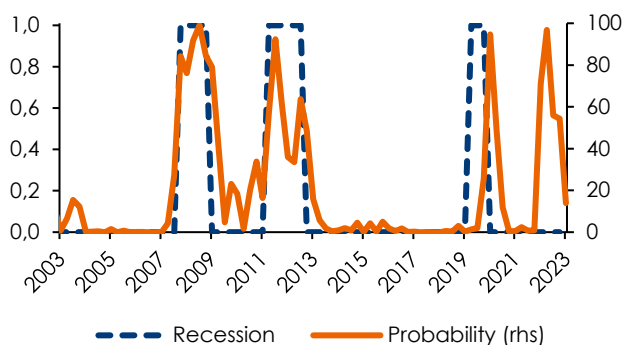
Fig. 17 – Probabilità di recessione calcolata sulla base delle indicazioni del BLS sul credito alle imprese

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

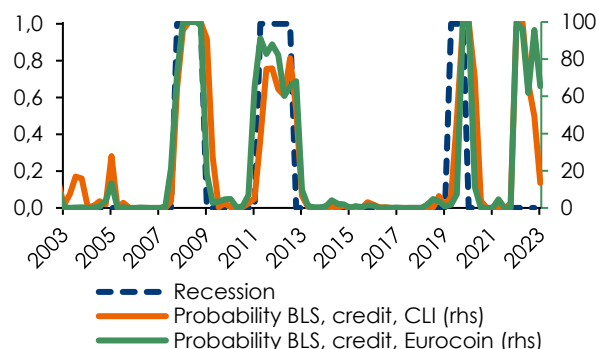
Fig. 18 – Probabilità di recessione calcolata sulla base delle indicazioni del BLS sul credito alle famiglie

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Stimando la regressione **probit multivariata integrando le indicazioni della Bank Lending Survey e i dati reali sul credito** otteniamo un risultato piuttosto sorprendente con una probabilità di recessione al 14% e di forte rallentamento al 35%. Inoltre, la performance passata dell'equazione evidenzia una più elevata percentuale di successo rispetto agli indici utilizzati singolarmente. Come si può vedere dalla Fig. 19 però la probabilità di recessione così calcolata aveva sfiorato il 100% a fine 2022 ed è poi calata. È possibile che la struttura dei ritardi agisca più lentamente rispetto a precedenti episodi recessivi, compatibilmente con effetti sull'economia reale che non hanno ancora raggiunto un picco. **Integrando l'equazione con gli indicatori compositi** (Fig. 20) o con gli indici di fiducia come proxy dell'attività corrente la probabilità di recessione resta elevata nel caso di Eurocoin (o del PMI composito), mentre rimane inferiore al 50% utilizzando il CLI dell'OCSE (o l'ESI della Commissione Europea). Non incrementiamo l'equazione con il tasso di crescita reale di M1 perché l'indicatore assorbirebbe gran parte della capacità esplicativa del modello spingendo la probabilità di recessione verso il 100%.

Fig. 19 – Probabilità di recessione calcolata sulla base delle indicazioni congiunte del BLS e del credito

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 20 – Probabilità di recessione calcolata sulla base delle indicazioni congiunte del BLS, del credito e degli indici compositi

Nota: dati di PIL calcolati al netto dell'Irlanda. Fonte: Intesa Sanpaolo

In conclusione, le analisi svolte suggeriscono che, **sulla base delle informazioni fornite da molti indicatori, un episodio recessivo in Eurozona nei prossimi trimestri appare probabile**. Tra quelle considerate, **le uniche variabili esplicative al momento non compatibili con una recessione sono l'indice di fiducia ESI della Commissione Europea e l'indicatore composito CLI dell'OCSE**. Peraltro, si tratta proprio di due tra gli indicatori che evidenziano la minore percentuale di falsi segnali, soprattutto durante la ripresa post-pandemica (in particolare durante il picco della crisi energetica): è quindi possibile che questi indicatori riescano a cogliere meglio le variazioni strutturali incorse tra le variabili e l'attività economica. In ogni caso, **anche ESI e CLI registrano un incremento del rischio di frenata del PIL compatibile con un deterioramento delle prospettive congiunturali**. Anche l'utilizzo congiunto dei dati sul credito al settore privato e le indicazioni della Bank Lending Survey mostrano una probabilità stimata di recessione inferiore al 50%, tale risultato dovrebbe però essere interpretato con attenzione e riteniamo possa essere considerato affidabile solo nel caso in cui si potesse affermare con sicurezza che il punto di massimo impatto della restrizione monetaria è stato superato. Su questo fronte abbiamo dei dubbi anche perché sulla base della relazione storica il picco dovrebbe essere raggiunto nel 1° semestre del 2024.

Più in generale, se tra fine 2022 e inizio 2023 una recessione è stata evitata grazie allo stimolo fiscale, alla tenuta dei servizi sull'onda della ripresa post-pandemica e a un mercato del lavoro robusto, nel contesto corrente alcuni elementi di sostegno stanno venendo meno. In particolare, con la rimozione delle misure varate gli anni scorsi, e il ritorno in vigore delle regole fiscali UE, la politica fiscale dovrebbe farsi restrittiva dal 2024. I servizi potrebbero aver continuato ad offrire qualche sollievo durante l'estate, ma stanno già perdendo vigore. Al momento solo il mercato del lavoro resta resiliente, ma le intenzioni di assunzione potrebbero iniziare a ridimensionarsi mentre i più recenti dati sui salari sono risultati decisamente meno vigorosi rispetto a quando sarebbe stato lecito attendersi sulla base dei fondamentali occupazionali. Infine, rispetto anche solo a 6 mesi fa, gli effetti della restrizione monetaria si stanno intensificando.

In sintesi, **riteniamo che sussistano significativi rischi al ribasso sulle previsioni pubblicate a settembre dalla BCE**, che vedono una sostanziale stagnazione del PIL nel 2° semestre di quest'anno e una rapida riaccelerazione da inizio 2024. Riteniamo probabili uno o più trimestri di contrazione/stagnazione del PIL in un orizzonte di 6-9 mesi. Tuttavia, una recessione vera e propria potrebbe essere evitata nel caso in cui il tasso di disoccupazione dovesse salire solo modestamente e se dovessero proseguire la discesa dell'inflazione e la ripresa dei salari nominali (si tratta del nostro scenario centrale).

Tabella 4 – Sintesi dei principali risultati dall'analisi probit sulla probabilità di recessione/contrazione del PIL nell'Eurozona

Variabile	Estimation Sample	R2	Recessione			Contrazione			
			Probabilità %	% di successo	% di falsi segnali	Probabilità %	% di successo	% di falsi segnali	
Indici di fiducia									
PMI mfg	1998 Q3 - 2019 Q4	0.53	90.0	50.0	14.3	0.31	72.6	40.0	5.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.52	85.5	50.0	14.3	0.26	66.3	35.0	5.0
PMI mfg stock-orders	1998 Q3 - 2019 Q4	0.56	90.0	50.0	50.0	0.35	88.3	45.0	30.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.39	71.2	25.6	21.4	0.25	68.3	25.0	10.0
PMI comp	1998 Q3 - 2019 Q4	0.63	63.9	78.6	14.3	0.43	63.3	65.0	15.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.63	55.2	65.0	15.0	0.45	63.1	65.0	15.0
ESI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.45	22.0	42.9	7.1	0.25	30.0	30.0	5.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.41	21.7	42.9	7.1	0.25	31.5	30.0	5.0
Indicatori composti									
OECD CLI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.40	27.2	57.1	14.3	0.29	35.1	45.0	10.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.42	23.4	50.0	0.0	0.29	34.1	40.0	10.0
Euro-Coin	1998 Q3 - 2019 Q4	0.65	86.5	78.6	42.9	0.41	78.2	60.0	25.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.39	42.0	35.7	21.4	0.20	45.5	25.0	15.0
Variabili finanziarie e creditizie									
Yield curve	1998 Q3 - 2010 Q1	0.65	87.4	28.6	7.1	0.34	67.2	20.0	5.0
	1998 Q3 - 2019 Q4	0.1	21.3	0.0	0.0	0.1	30.5	0.0	0.0
M1 real	1998 Q3 - 2019 Q4	0.56	100	71.4	28.6	0.38	99.9	55.0	20.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.35	99.9	50.0	21.4	0.20	99.7	45.0	15.0
Loans to non govt residents	1998 Q3 - 2019 Q4	0.31	68.9	21.4	42.9	0.22	70.3	25.0	25.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.14	45.2	14.3	7.1	0.15	58.5	20.0	25.0
BLS NFC	2003 Q1 - 2019 Q4	0.38	69.7	28.6	35.7	0.29	48.1	30.0	20.0
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.25	47.0	28.6	21.4	0.21	35.3	35.0	15.0
BLS Housing	2003 Q1 - 2019 Q4	0.58	62.5	57.1	42.9	0.35	58.4	45.0	30.0
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.26	20.0	42.9	21.4	0.23	27.9	35.0	25.0
Regressioni multivariate									
PMI comp + ESI	1998 Q3 - 2019 Q4	0.63	68.9	78.6	35.7	0.46	75.0	65.0	25.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.63	55.7	78.6	14.3	0.48	71.0	65.0	20.0
OECD CLI + Euro Coin	1998 Q3 - 2019 Q4	0.66	85.9	78.6	35.7	0.42	76.6	60.0	25.0
	1998 Q3 - 2023 Q2	0.46	36.4	50.0	14.3	0.29	39.2	40.0	5.0
Loans + BLS	2003 Q1 - 2019 Q4	0.54	13.9	64.3	42.9	0.35	34.9	45.0	20.0
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.33	20.5	42.9	14.3	0.26	33.6	40.0	20.0
Loans + BLS + M1	2003 Q1 - 2019 Q4	0.59	94.6	64.3	21.4	0.42	99.8	60.0	15.0
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.34	13.0	35.7	21.4	0.27	29.0	40.0	15.0
Loans + BLS+ OECD CLI	2003 Q1 - 2019 Q4	0.64	13.5	78.6	50.0	0.38	39.2	64.3	42.9
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.48	23.6	50.0	28.6	0.35	38.3	71.4	42.9
Loans + BLS + Euro-Coin	2003 Q1 - 2019 Q4	0.69	65.4	65.0	30.0	0.48	76.9	65.0	30.0
	2003 Q1 - 2023 Q2	0.43	47.0	35.0	10.0	0.29	46.5	40.0	10.0

Nota: in grassetto le probabilità superiori al 50%. Fonte: Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com