

RAPPORTO CER

Aggiornamenti

12 Ottobre 2012



LO SPREAD PROSSIMO VENTURO

Quanto potrà scendere lo spread Btp-Bund dopo le misure di austerità fiscale? Per rispondere, forniamo una semplice stima derivata da un vettore di cointegrazione fra i livelli dello spread, del debito e dei prezzi. In previsione, in base ai valori stimati di debito e inflazione, lo spread continuerebbe ad oscillare intorno a un valore di riferimento di 300 p.b.

I fondamentali dello spread

Usando dati mensili per il periodo 1997:01-2012:09, abbiamo identificato un vettore di cointegrazione che lega il livello dello spread fra Btp e Bund alle dimensioni del debito pubblico in quota di Pil e all'indice dei prezzi al consumo¹. La tavola 1 mostra come, per questo vettore, sia rifiutata l'ipotesi nulla di assenza di cointegrazione a un livello di significatività dell'1 per cento, confermando la presenza di una relazione di lungo periodo fra il valore reale dello spread e il livello del debito pubblico.

Tavola 1. Test di cointegrazione dello spread Btp - Bund

Cointegration Test - Engle-Granger
Date: 10/09/12 Time: 16:20
Equation: EQ_COINTEGRAZIONE
Specification: SPREAD (DEBT_IT)/100 LOG(IPC_IT) C @TREND
Cointegrating equation deterministics: C @TREND
Null hypothesis: Series are not cointegrated
Automatic lag specification (lag=1 based on Schwarz Info Criterion,
maxlag=14)

	Value	Prob.*
Engle-Granger tau-statistic	-4.647524	0.0142
Engle-Granger z-statistic	-43.12401	0.0046

*MacKinnon (1996) p-values.

¹ Oltre a queste variabili il modello è stato stimato con la produzione industriale, la bilancia commerciale e l'indice di volatilità sui mercati internazionali. Nelle stime queste tre variabili risultano statisticamente non significative.

L'equazione di cointegrazione stimata è illustrata nella tavola 2. La relazione di cointegrazione è stimata col metodo dei minimi quadrati dinamici (DOLS). La specificazione DOLS aggiunge alla versione standard della regressione di cointegrazione le differenze dei ritardi e dei valori che precedono il dato (*leads*). Nel nostro caso sono stati inclusi 10 *leads* e 0 ritardi. È stato aggiunto un trend lineare per tenere conto dell'andamento crescente delle serie come suggerito dal test di cointegrazione.

I parametri di entrambe le variabili esplicative sono positivi e del segno atteso, con valori pari, a 0,17 per il debito pubblico e a 1,06 per l'indice dei prezzi. Un aumento di un punto determina dunque, in equilibrio, una crescita di 17 p.b. dello *spread*, mentre rispetto ai prezzi, la relazione di lungo periodo è unitaria.

Tavola 2. Equazione di cointegrazione

Dependent Variable: SPREAD
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Date: 10/09/12 Time: 16:19
Sample (adjusted): 1997M02 2012M09
Included observations: 188 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C @TREND
Automatic leads and lags specification (lead=10 and lag=0 based on SIC criterion, max=14)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

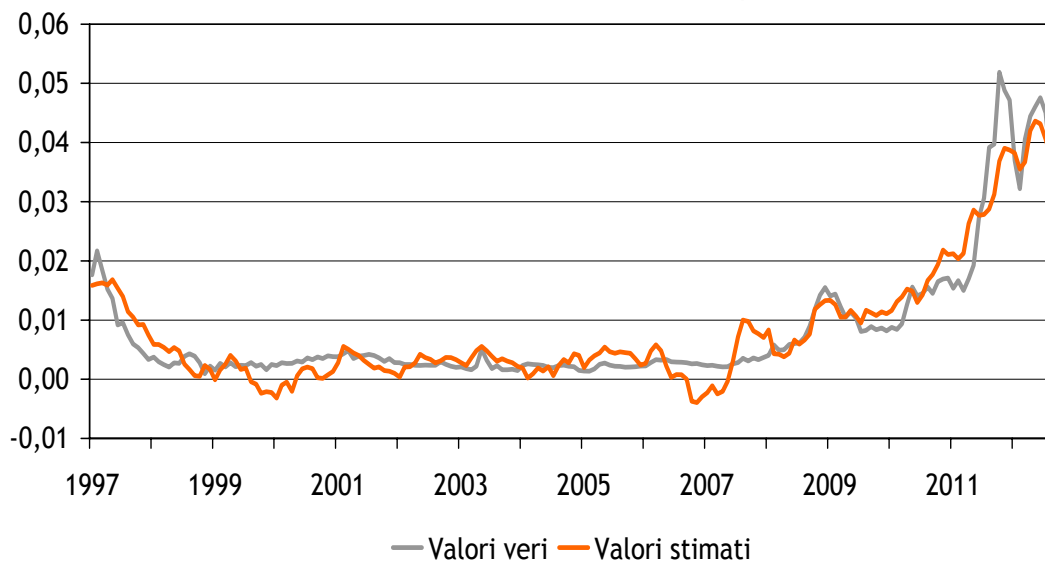
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
(DEBT_IT)/100	0.169708	0.010820	15.68498	0.0000
LOG(IPC_IT)	1.096155	0.124616	8.796252	0.0000
C	-5.035006	0.558406	-9.016744	0.0000
@TREND	-0.001965	0.000231	-8.493293	0.0000
R-squared	0.903791	Mean dependent var		0.008156
Adjusted R-squared	0.888944	S.D. dependent var		0.010878
S.E. of regression	0.003625	Sum squared resid		0.002129
Durbin-Watson stat	0.368153	Long-run variance		4.54E-05

Il *fit* dell'equazione è illustrato in forma grafica nel grafico 1. Il modello, pur molto semplice nella sua specificazione, stima correttamente la dinamica dello *spread* per l'intero periodo, compiendo però un sistematico errore di sovrastima dal 2009 fino ad agosto 2011, mese a partire dal quale si osserva invece una sottostima che si prolunga, pur con dimensioni decrescenti, fino alla fine del campione.

Ne traiamo tre osservazioni:

- innanzitutto, l'andamento dello *spread* trova riscontro nelle sue determinanti di lungo periodo e non è attribuibile soltanto a movimenti speculativi;
- in secondo luogo, dopo lo scoppio della crisi finanziaria, il mercato sembra aver collocato, per molti mesi, almeno fino al fatidico agosto 2011, lo *spread* al di sotto del valore di equilibrio;
- l'esplosione della crisi dei debiti sovrani in Europa ci sta di contro penalizzando ancora oggi ma, al di là dei picchi di fine 2011, per un ammontare tutto sommato contenuto, quantificabile in media in 50 p.b (vedi anche il grafico 2, che riporta i residui dell'equazione). Questo significa che soltanto una netta inversione nell'andamento dei fondamentali consentirebbe di ridurre in misura significativa il livello dei tassi di interesse sul debito pubblico italiano.

Grafico 1. Valori effettivi e stimati dello Spread



Proiettando l'equazione agli anni futuri, stimiamo infatti che, sulla base dei valori di debito e inflazione previsti nel nostro Rapporto 2/2012, il livello dello *spread* oscillerà intorno ai 300 p.b. valore certo inferiore ai picchi toccati nel corso della crisi dello scorso inverno, ma molto superiori a quelli prevalenti fino all'agosto 2011.

Grafico 2. Residui

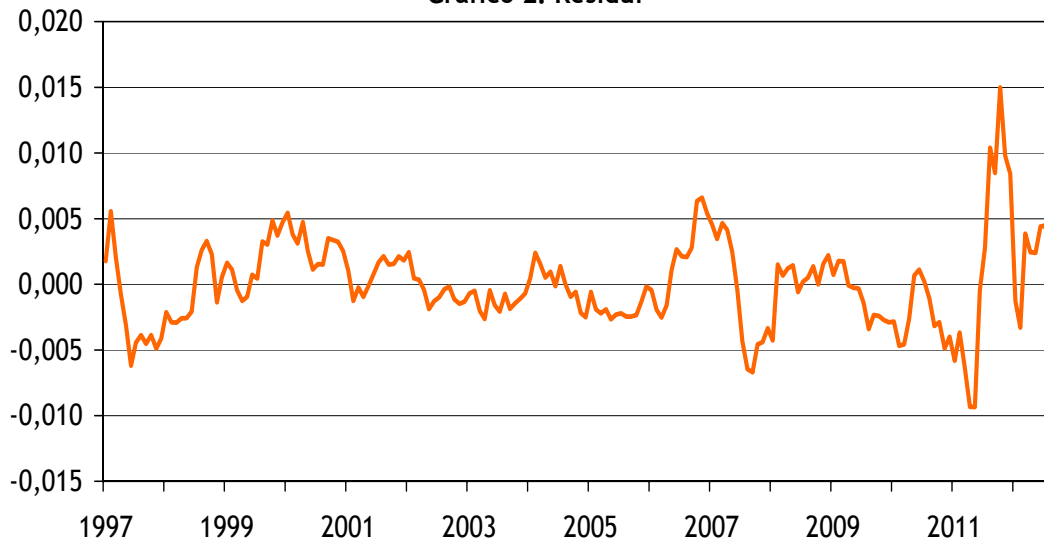
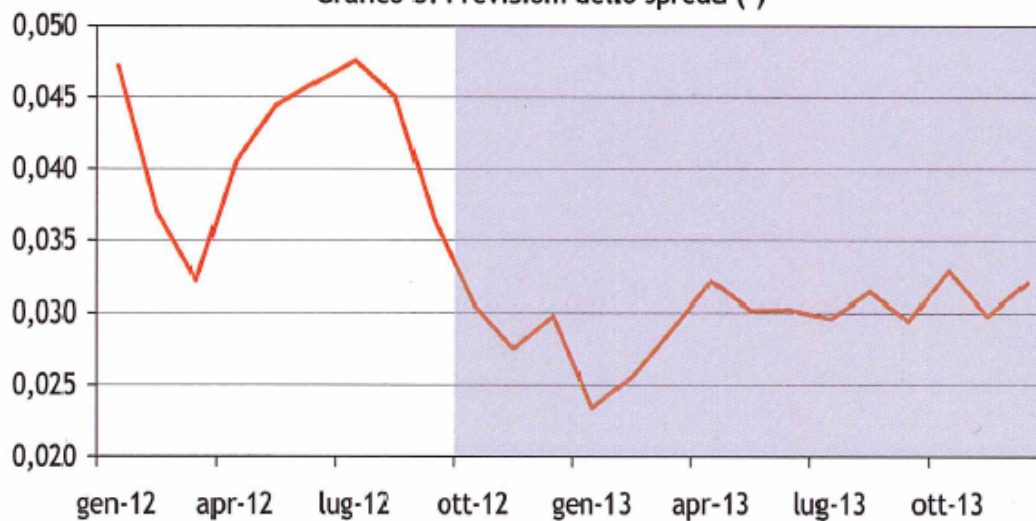


Grafico 3. Previsioni dello spread (*)



(*) L'area grigia corrisponde ai dati in previsione.

Riferimenti bibliografici

- A. Di Cesare, G. Grande, M. Manna e M. Taboga (2012), Recent estimates of sovereign risk premia for Euro area countries, Banca d'Italia.
- L. Marattin, P. Paesani e S. Salotti (2012), Assessing the pre-crisis advantages of the EMU for sovereign debt issuers: a panel VAR analysis, Rivista di Politica Economica.